



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 22 November 2021

# Björn Borg

## Rekordstark lönsamhet

### Rekordkvartal

Försäljningen uppgick till 240 mkr, vilket var ca 2% över våra estimat, medan bruttomarginalen om 54% var i linje med våra förväntningar. Reducerade rörelsekostnader bidrog till att rörelseresultatet uppgick till 52 mkr, vilket kraftigt överskred våra estimat om 26 mkr. Avvikelsen förklaras av lägre rörelsekostnader, bland annat marknadsföring men även att bolaget inte hade några kreditförluster under kvartalet.

### Lönsamhetsfokus ger effekt

Den starka lönsamheten är dessutom resultatet av en stark bruttomarginal, som tydliggör att bolaget levererar på sin ambition att minska snittrabatten. Vi ser styrkor i att bolaget fortsätter att leverera på den kommunicerade ambitionen att minska snittrabatten, samtidigt som online-verksamheten fortsätter att bidra med stark tillväxt.

### Estimatjusteringar och högre värdering

Vi väljer att göra justeringar av intäkter och lönsamhet för kommande år, se detaljer i segmentet estimatförändringar. Utöver detta justerar vi våra estimat för utdelningen under prognosperioden, se detaljer längre ned. Kontinuerlig tillväxt online och stärkta marginaler gör att vi höjer vår målmultipel för bolaget till 15x för 2022e (14x). Detta ger ett nytt motiverat värde om 53-55 kr per aktie.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	53.0 - 55.0	
EPS, just 21e	3.34	2.46	35.9%	Sales, mkr	705	771	828	860	Aktiekurs	47.9
EPS, just 22e	3.09	2.9	6.7%	Sales Growth	(7)%	9%	7%	4%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	3.43	3.43	0.0%	EBITDA, mkr	75	144	138	150		
				EBIT, mkr	34	107	101	111		
				EPS, justerad	0.7	3.3	3.1	3.4		
				EPS tillväxt	(52)%	346%	(7)%	11%		
				EK/aktie	11.6	13.4	14.5	15.9		
				Utdelning/aktie	1.5	2.0	2.0	2.0		
				EBIT-marginal	4.8%	13.9%	12.1%	12.9%		
				ROE	6.5%	24.9%	21.3%	21.5%		
				ROCE	8.0%	25.7%	25.7%	30.1%		
				EV/Sales	1.9x	1.7x	1.6x	1.5x		
				EV/EBITDA	17.7x	9.2x	9.6x	8.8x		
				EV/EBIT	39.2x	12.3x	13.1x	11.9x		
				P/E, justerad	63.9x	14.3x	15.5x	13.9x		
				P/EK	4.1x	3.6x	3.3x	3.0x		
				Direktavkastning	7.0%	4.2%	4.2%	4.2%		
				FCF yield	24.7%	5.1%	8.6%	9.0%		
				Nettosk./EBITDA	1.7g	0.6g	0.2g	(0.2)g		

### Kommande händelser

Q4'21 2022-02-25

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 25m  
 Börsvärde 1,203  
 Nettoskuld 117  
 EV 1,320  
 Free float 90%  
 Daglig handelsvolym, snitt 29(k)  
 Reuters/Bloomberg BORG.ST/BORG SS

### Kursutveckling 12 mån



### Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 22 November 2021

# Sammanfattning

## Rekordstark lönsamhet

### 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. Vi anser att varumärket är en stor styrka för Björn Borg, och att den starka igenkänning som bolagets varumärke har bidrar till att man bl.a. har en god prissättningsförmåga.

### Bolagsprofil

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 36 % av omsättningen under Q3'21.

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 13x på 2022e och 12x 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 19x för 2022e.

Vi bedömer att bolaget är positionerat för att fortsätta växa inom den onlinebaserade verksamheten. Björn Borg fortsätter uppvisa de aspekter man tidigare arbetat för, såsom höjda bruttomarginaler genom minskad snittrabatt. Detta gör att vi värderar bolaget med en högre multipel än tidigare. Vid EV/EBIT 15x (14x) för 2022e värderas bolaget till 53-55 kr per aktie. Värderingen underbyggs av vår DCF-modell som indikerar ett motiverat värde om 53 kronor per aktie. Den justering vi gjort i vår DCF-modell är att vi höjt den långsiktiga lönsamhetsnivån till EBIT om 11 % (10 %). DCF-modellen har tillämpat en WACC om 8,5 %. DCF-modellen antar tillväxt bortom prognosperioden om 1,5 %.

## Kvartalet i detalj

---

Björn Borg redovisar en bruttomarginal om 54,4 % (valutajusterat 54,0 %). Den stärkta marginalen är ett resultat av bolagets fokus på att minska andelen produkter som säljs till rabatterade priser. Vi ser utvecklingen som positiv och visar att Björn Borg framgångsrikt lyckats med det uttalade målet att sänka den genomsnittliga rabattnivån. Att man uppnår tillväxt trots detta visar styrkan i varumärket. Vi ser också att bolaget hittills lyckats hantera logistikproblem samt råvarupriser väl, vilket ytterligare är en styrka.

Rörelseresultatet var 52,4 mkr, vilket motsvarar en marginal om 21,8 %, vilket är mycket starkt. Våra estimat för EBIT var 26 mkr. Vi noterar att den starka lönsamheten grundas i en stark bruttomarginal, samt rörelsekostnader där flera individuella kostnadsposter var lägre än våra estimat. Avvikelseerna för rörelsekostnaderna kommer primärt av att bolaget inte redovisar några kreditförluster alls under kvartalet, samtidigt som marknadsföring och försäljningskostnader var lägre än väntat. Nedan sammanfattas våra estimatavvikelser.

<b>Parameter</b>	<b>Utfall</b>	<b>EPB estimat</b>	<b>Diff</b>	<b>Kommentar</b>
Nettoomsättning	240	237	1%	
EBITDA	62	37	67%	Lägre OPEX, bl.a. marknadsföring och fsg
EBIT	52	26	102%	Starkare bruttomarginal + omsättning

## Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för kostnadsbasen både för innevarande och kommande år. Vi noterar att den starka lönsamheten i kvartalet kommer av en kombination av stark bruttomarginal, samt låga nivåer av rörelsekostnader. Rörelsekostnaderna i sig är låga på grund av avsaknad av kreditförluster i kvartalet, samtidigt som poster som marknadsföring och försäljning var relativt låga under kvartalet. Vi justerar kostnadsbasen något för 2022-2023, men noterar att vissa kostnadsposter som var relativt låga under kvartalet kan komma att normaliseras under Q4.

Vi väljer utöver detta att höja vår prognos för utdelningen. Vi bedömer att utdelningen för 2021-2023 kommer uppgå till 2 kr per aktie, motsvarande en höjning om 33 %. Utdelning, EPS, FCF per aktie samt utdelning som andel av EPS och FCF synliggörs på graferna längre ned. Med starka kassaflöden och stärkt lönsamhet finns det utrymme för en förhöjd utdelningsandel.

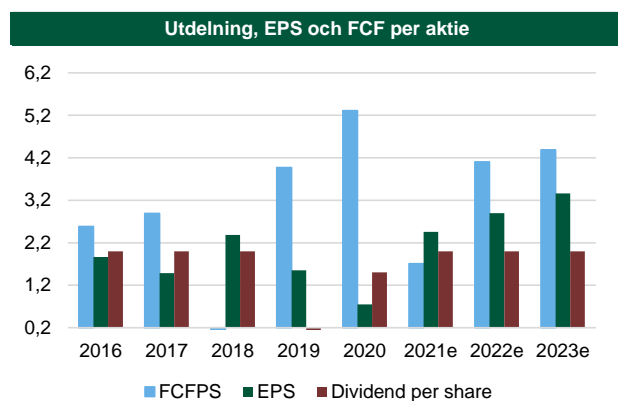
<b>Nya estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	770 784	828 002	859 947
Tillväxt	9,3%	7%	4%
EBIT	107 349	100 533	111 214
Rörelsemarginal	14%	12%	13%
EPS	3,34	3,09	3,43

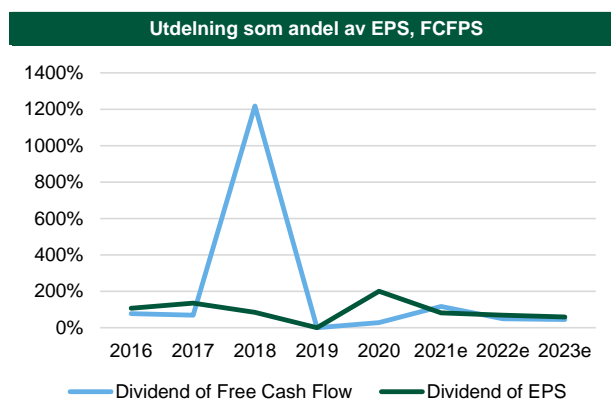
<b>Tidigare estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	767 661	820 361	851 670
Tillväxt	9%	7%	4%
EBIT	79 577	94 423	109 033
Rörelsemarginal	10,4%	12%	13%
EPS	2,46	2,90	3,36

<b>Förändring i %</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	0%	1%	1%
EBIT	35%	6%	2%
EPS	36%	7%	2%



Källa: Bolagsrapporter, EPB est.



Källa: Bolagsrapporter, EPB est.

## Värdering

Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som kompletteras med en DCF-modell. Vi ser att bolaget fortsätter leverera på sin ambition att minska andelen rabatterad försäljning, samtidigt som bolaget fortsätter växa online. Vi ser utöver det potential för fortsatt expansion online, och ser potential inom t.ex. marknadsplatser hos Zalando och Amazon. Vi ser därmed att bolaget kan värderas till en högre multipel än tidigare. Vi ser en motiverad multipel om 15x EBIT för 2022. En multipel om 15x rörelseresultatet för 2022 ger en värde per aktie om 55 kr.

Valuation output	
Last paid	48
Aktier	25 148
BV	1 203 332
EV	1 203 378
Cash	46
Debt	163
Net debt	117
Target multiple (22e EBIT)	15
Target EV	1 508
Less net debt	117
Target BV	1 391
Price per share	55

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Sammantaget motiverar DCF-modellen ett värde per aktie om 53 kr. Vår multipelansats tillsammans med DCF-modell gör att vi ser ett motiverat värde om 53 - 55 kr per aktie (44 - 46 kr). På nästa sida visas värderingsnivåer för varumärkesbolag respektive återförsäljare. Varumärkesbolag handlas till 23x EBIT för 2022, och återförsäljare värderas till 14x EBIT för 2022. Björn Borg har samtidigt avsevärt kraftigare EBIT-marginal relativt återförsäljare för prognosperioden.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	921 077
PV of terminal value (perpetuity formula)	529 612
<b>Enterprise value</b>	<b>1 450 689</b>
Latest net debt	117 000
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>1 333 689</b>
No. of shares outstanding (millions)	25 148
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>53</b>

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	1,9	1,8	1,7
EV/EBITDA	10,1	10,5	9,7
EV/EBIT	13,5	14,4	13,0
EV/NOPLAT	17,0	18,1	16,4
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			47,85

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	12,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	20%

## Jämförelsebolag

Varumärkesbolag	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
adidas AG	27,6	21,8	18,3	16,4	38,2	29,1	23,8	20,6	2,7	2,4	2,2	2,1
NIKE, Inc. Class B	42,0	31,2	N/A	N/A	48,8	37,2	31,3	26,7	6,0	5,2	4,8	4,4
HUGO BOSS AG	23,9	17,5	14,1	N/A	32,7	22,7	18,2	N/A	1,7	1,6	1,4	1,3
Moncler SpA	30,6	25,1	22,2	N/A	46,4	37,3	33,0	28,3	9,1	7,6	6,9	6,3
Prada S.p.A.	49,6	33,9	30,7	N/A	68,8	45,5	35,0	N/A	5,8	5,2	4,7	3,9
Hermes International SCA	52,4	47,7	43,0	36,6	75,6	68,7	62,2	57,8	19,2	17,1	15,7	14,1
Under Armour, Inc. Class A	26,1	23,3	19,7	20,0	35,5	33,6	28,1	26,3	2,3	2,1	2,0	2,0
Lululemon Athletica Inc	45,8	38,1	30,6	N/A	63,0	52,1	43,5	37,9	9,8	8,4	7,3	6,5
PUMA SE	34,4	25,3	20,7	N/A	57,2	39,9	31,6	27,6	2,6	2,3	2,1	2,0
Abercrombie & Fitch Co.	8,7	10,5	8,7	N/A	10,0	12,2	15,4	N/A	0,9	0,9	0,9	N/A
Bath & Body Works, Inc.	13,8	13,2	12,3	N/A	17,2	16,1	14,5	14,0	3,6	3,4	3,2	N/A
Canada Goose Holdings, Inc.	36,4	24,9	N/A	N/A	47,2	33,2	27,3	N/A	6,6	5,6	5,1	N/A
Ralph Lauren Corporation	12,7	11,6	10,8	10,2	16,5	14,9	13,1	12,2	1,6	1,5	1,5	1,4
Guess?, Inc.	N/A	N/A	N/A	N/A	8,9	7,5	6,5	N/A	0,9	0,8	0,8	N/A
Asics Corporation	31,2	22,7	18,3	N/A	97,2	37,9	27,4	25,4	1,5	1,4	1,3	1,3
Burberry Group plc	17,1	14,9	13,3	12,5	22,9	19,9	18,3	15,5	2,9	2,7	2,6	2,4
PVH Corp.	13,5	12,6	11,7	10,7	13,5	12,1	10,7	8,7	1,3	1,2	1,2	1,1
Fenix Outdoor International AG	21,9	17,1	15,0	N/A	31,1	21,1	18,7	N/A	2,8	2,6	2,5	N/A
<b>Average exkl Borg</b>	28,7	23,0	19,3	17,7	40,6	30,1	25,5	25,1	4,5	4,0	3,7	3,8
<b>Median exkl Borg</b>	27,6	22,7	18,3	14,4	36,9	31,2	25,6	25,9	2,7	2,5	2,3	2,1
<b>Björn Borg</b>	12,3	13,1	11,9		14,3	15,5	13,9		1,7	1,6	1,5	

Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

Detailhandelsbolag	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	10,1	9,3	7,6	N/A	11,0	9,6	8,3	N/A	0,8	0,8	0,8	N/A
H&M Hennes & Mauritz	21,1	14,3	13,0	10,8	26,1	17,8	15,9	15,1	1,5	1,3	1,3	1,2
JD Sports Fashion Plc	16,3	16,1	14,6	N/A	22,8	21,9	20,3	N/A	1,6	1,5	1,4	N/A
Next plc	14,1	13,5	12,9	N/A	16,1	14,7	14,5	13,3	2,6	2,4	2,3	2,1
Foot Locker, Inc.	6,4	7,1	8,3	N/A	6,9	7,7	7,2	6,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Footway Group AB Class B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	44,6	20,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ASOS plc	21,1	21,1	16,0	13,0	21,9	29,3	22,3	18,1	1,1	0,7	0,6	0,5
XXL ASA	15,3	13,2	11,4	N/A	16,3	11,8	9,5	N/A	0,7	0,7	0,6	N/A
<b>Average exkl Borg</b>	14,9	13,5	12,0	11,9	17,3	19,7	14,8	13,3	1,3	1,2	1,1	1,1
<b>Median exkl Borg</b>	15,3	13,5	12,9	11,9	16,3	16,2	15,2	14,2	1,1	0,8	0,8	0,9
<b>Björn Borg</b>	12,3	13,1	11,9		14,3	15,5	13,9		1,7	1,6	1,5	

Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

Varumärkesbolag	Bruttomarginal				EBIT-marginal				FCF/sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
adidas AG	51%	51%	52%	53%	10%	11%	12%	13%	4%	3%	4%	5%
NIKE, Inc. Class B	46%	47%	48%	49%	14%	17%	N/A	N/A	2%	2%	3%	3%
HUGO BOSS AG	62%	62%	62%	62%	7%	9%	10%	N/A	5%	6%	7%	8%
Moncler SpA	75%	75%	76%	N/A	30%	30%	31%	N/A	2%	3%	3%	N/A
Prada S.p.A.	76%	77%	78%	77%	12%	15%	15%	N/A	3%	4%	4%	N/A
Hermes International SCA	70%	69%	69%	N/A	37%	36%	36%	39%	1%	1%	2%	N/A
Under Armour, Inc. Class A	50%	50%	51%	52%	9%	9%	10%	10%	2%	3%	3%	4%
Lululemon Athletica Inc	58%	58%	58%	59%	21%	22%	24%	N/A	1%	2%	1%	2%
PUMA SE	48%	48%	49%	49%	8%	9%	10%	N/A	1%	3%	3%	4%
Abercrombie & Fitch Co.	63%	63%	66%	N/A	10%	8%	10%	N/A	9%	5%	1%	N/A
Bath & Body Works, Inc.	49%	48%	48%	N/A	26%	26%	26%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Canada Goose Holdings, Inc.	67%	68%	70%	N/A	18%	23%	N/A	N/A	2%	3%	3%	N/A
Ralph Lauren Corporation	66%	66%	66%	67%	13%	13%	14%	14%	6%	7%	7%	8%
Guess?, Inc.	44%	44%	44%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11%	13%	N/A	N/A
Asics Corporation	52%	52%	53%	52%	5%	6%	7%	N/A	-2%	4%	4%	4%
Burberry Group plc	70%	71%	71%	71%	17%	18%	19%	19%	5%	6%	6%	N/A
PVH Corp.	55%	56%	55%	57%	10%	10%	10%	11%	3%	7%	4%	14%
Fenix Outdoor International AG	N/A	N/A	N/A	N/A	13%	15%	16%	N/A	4%	5%	6%	N/A
<b>Average exkl Borg</b>	59%	59%	60%	59%	15%	16%	17%	17%	4%	4%	4%	6%
<b>Median exkl Borg</b>	58%	58%	58%	57%	13%	15%	14%	13%	3%	4%	4%	4%
<b>Björn Borg</b>	54%	56%	56%		14%	12%	13%		8%	13%	13%	

Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

Detailhandelsbolag	Bruttomarginal				EBIT-marginal				FCF/sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	41%	41%	42%	N/A	8%	8%	10%	N/A	5%	8%	7%	N/A
H&M Hennes & Mauritz	52%	53%	53%	50%	7%	9%	10%	11%	10%	9%	9%	9%
JD Sports Fashion Plc	48%	47%	44%	N/A	10%	9%	10%	N/A	4%	5%	6%	N/A
Next plc	53%	53%	53%	52%	18%	18%	18%	N/A	4%	6%	6%	6%
Foot Locker, Inc.	36%	35%	36%	34%	11%	10%	8%	N/A	10%	11%	12%	3%
Footway Group AB Class B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ASOS plc	45%	45%	46%	46%	5%	3%	4%	4%	-1%	1%	4%	5%
XXL ASA	40%	39%	40%	N/A	5%	5%	6%	N/A	14%	19%	23%	N/A
<b>Average exkl Borg</b>	45%	45%	45%	46%	9%	9%	9%	8%	6%	9%	10%	6%
<b>Median exkl Borg</b>	45%	45%	44%	48%	8%	9%	10%	8%	5%	8%	7%	6%
<b>Björn Borg</b>	54%	56%	56%		14%	12%	13%		8%	13%	13%	

Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

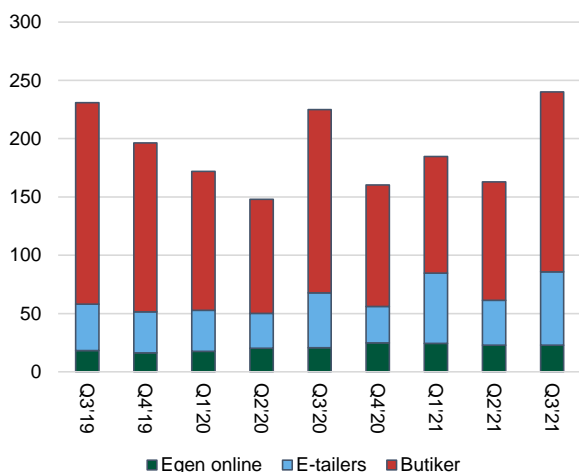
Varumärkesbolag	Försäljningstillväxt				EBIT-tillväxt				EPS-tillväxt			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
adidas AG	8%	10%	9%	8%	175%	26%	19%	15%	244%	31%	22%	16%
NIKE, Inc. Class B	6%	14%	10%	9%	-2%	32%	15%	15%	1%	31%	19%	18%
HUGO BOSS AG	40%	12%	8%	7%	-187%	35%	22%	16%	-154%	44%	25%	N/A
Moncler SpA	38%	19%	11%	9%	53%	24%	12%	N/A	24%	24%	13%	17%
Prada S.p.A.	28%	13%	11%	19%	N/A	45%	28%	12%	-529%	51%	30%	N/A
Hermes International SCA	40%	12%	9%	11%	72%	9%	10%	15%	68%	10%	11%	8%
Under Armour, Inc. Class A	25%	6%	6%	4%	N/A	10%	15%	2%	-392%	6%	20%	7%
Lululemon Athletica Inc	42%	16%	15%	13%	59%	19%	18%	13%	60%	21%	20%	15%
PUMA SE	27%	12%	11%	5%	146%	34%	22%	11%	279%	43%	26%	14%
Abercrombie & Fitch Co.	20%	2%	-1%	N/A	619%	-11%	-6%	N/A	-720%	-18%	-21%	N/A
Bath & Body Works, Inc.	-34%	6%	7%	N/A	12%	0%	8%	0%	59%	7%	11%	4%
Canada Goose Holdings, Inc.	26%	17%	9%	N/A	54%	37%	14%	N/A	71%	42%	22%	N/A
Ralph Lauren Corporation	35%	4%	5%	6%	256%	9%	9%	9%	334%	11%	14%	7%
Guess?, Inc.	36%	6%	7%	N/A	1179%	13%	19%	N/A	N/A	19%	16%	N/A
Asics Corporation	22%	4%	7%	0%	-580%	33%	31%	0%	-135%	157%	38%	8%
Burberry Group plc	18%	7%	6%	6%	19%	14%	10%	9%	25%	15%	9%	18%
PVH Corp.	28%	5%	6%	2%	-2437%	9%	8%	8%	N/A	11%	14%	22%
Fenix Outdoor International AG	9%	7%	5%	N/A	27%	29%	14%	N/A	59%	47%	13%	N/A
<b>Average exkl Borg</b>	23%	10%	8%	8%	-33%	20%	15%	10%	-44%	31%	17%	13%
<b>Median exkl Borg</b>	26%	9%	8%	7%	54%	22%	15%	11%	42%	23%	17%	14%
<b>Björn Borg</b>	9%	7%	4%		219%	-6%	11%		346%	-7%	11%	

Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

Detailhandelsbolag	Försäljningstillväxt				EBIT-tillväxt				EPS-tillväxt			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	41%	41%	42%	N/A	8%	8%	10%	N/A	5%	8%	7%	N/A
H&M Hennes & Mauritz	52%	53%	53%	50%	7%	9%	10%	11%	10%	9%	9%	9%
JD Sports Fashion Plc	48%	47%	44%	N/A	10%	9%	10%	N/A	4%	5%	6%	N/A
Next plc	53%	53%	53%	52%	18%	18%	18%	N/A	4%	6%	6%	6%
Foot Locker, Inc.	36%	35%	36%	34%	11%	10%	8%	N/A	10%	11%	12%	3%
Footway Group AB Class B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ASOS plc	45%	45%	46%	46%	5%	3%	4%	4%	-1%	1%	4%	5%
XXL ASA	40%	39%	40%	N/A	5%	5%	6%	N/A	14%	19%	23%	N/A
<b>Average exkl Borg</b>	23%	10%	8%	8%	-33%	20%	15%	10%	-44%	31%	17%	13%
<b>Median exkl Borg</b>	26%	9%	8%	7%	54%	22%	15%	11%	42%	23%	17%	14%
<b>Björn Borg</b>	9%	7%	4%		219%	-6%	11%		346%	-7%	11%	

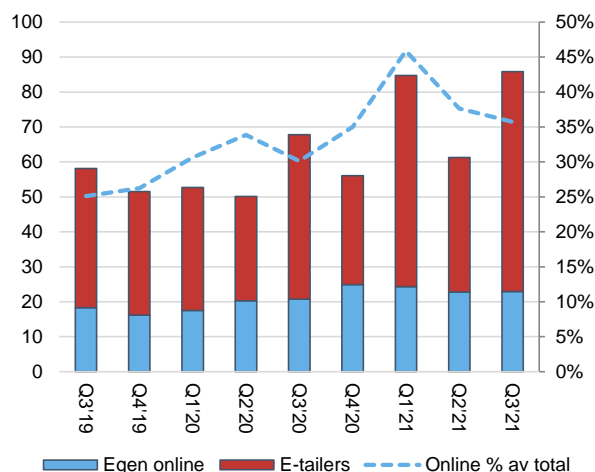
Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

### Försäljning per segment (mkr)



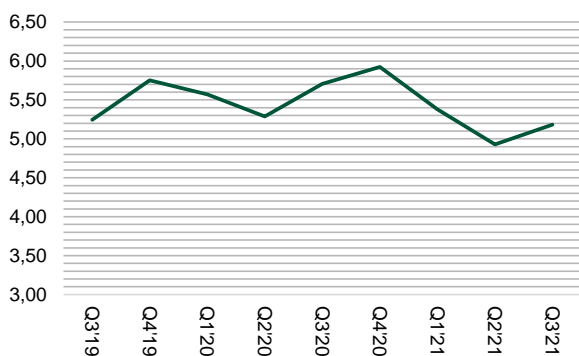
Källa: Bolagsrapporter, EPB

### Onlineförsäljning (mkr)



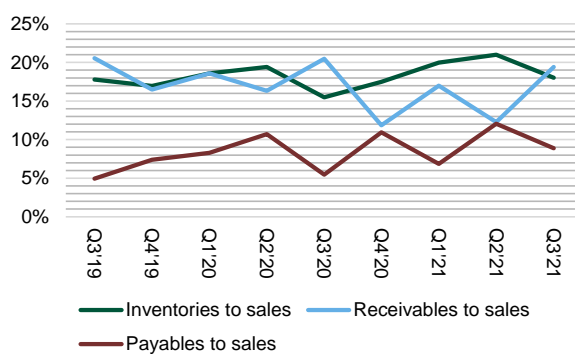
Källa: Bolagsrapporter, EPB

### Lageromsättningshastighet, RTM (x)



Källa: Bolagsrapporter, EPB

### Rörelsekapital / försäljning RTM (%)



Källa: Bolagsrapporter, EPB

### Aktieägardata

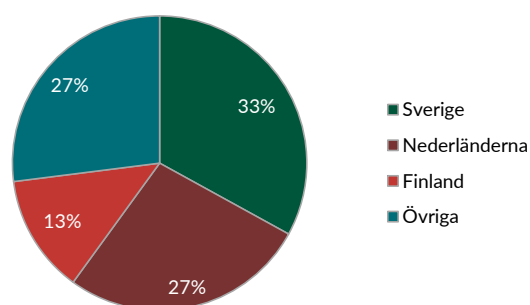
Ägare	Röster	Aktier
Martin Bjäringer	9,9%	9,9%
Mats Nilsson	6,5%	6,5%
Avanza Pension	5,3%	5,3%
Lazard	5,2%	5,2%
Övriga	73%	73%

Ordförande	Heiner Olbrich
CEO	Henrik Bunge
CFO	Jens Nyström
Kontakt	Pernilla Johansson
Hemsida	www.corporate.bjornborg.com

Källa: Holdings, Bolaget. Uppdaterat 2021-09-30

### Försäljning per marknad (2020)



Källa: Bolagsrapporter, EPB



## Case score card

### Triggers

*Starka kvartalsrapporter*

### Risker

*Konkurrens online  
Problem i distributionsled*

### Stöd

*Starkt varumärke  
God flexibilitet i kostnadsbasen*

### Agenda

<i>Q4-rapport</i>	<i>2022-02-25</i>
<i>Q1-rapport</i>	<i>2022-05-19</i>

*Källa: Bolagsrapporter, EPB*

## Resultaträkning

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	696	710	757	705	771	828	860
Övriga intäkter	8	7	22	29	24	24	24
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-335	-351	-373	-384
<b>Bruttovinst</b>	<b>376</b>	<b>407</b>	<b>406</b>	<b>370</b>	<b>419</b>	<b>455</b>	<b>476</b>
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-324	-301	-342	-351
Övriga rörelsekostnader							
<b>EBITDA</b>	<b>65,3</b>	<b>79,9</b>	<b>108,6</b>	<b>74,5</b>	<b>143,6</b>	<b>137,9</b>	<b>149,7</b>
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-40,8	-36,3	-37,4	-38,5
<b>EBIT</b>	<b>55,4</b>	<b>71,0</b>	<b>51,4</b>	<b>33,7</b>	<b>107,3</b>	<b>100,5</b>	<b>111,2</b>
Extraordinära Poster							
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>55,4</b>	<b>71,0</b>	<b>51,4</b>	<b>33,7</b>	<b>107,3</b>	<b>100,5</b>	<b>111,2</b>
Finansnetto	-4,0	3,0	-2,7	-16,1	-1,2	-2,7	-2,7
<b>Resultat före skatt</b>	<b>51,4</b>	<b>74,0</b>	<b>48,7</b>	<b>17,6</b>	<b>106,1</b>	<b>97,8</b>	<b>108,5</b>
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	1,3	-22,2	-20,1	-22,2
Minoritetsintressen							
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>37,4</b>	<b>59,9</b>	<b>38,9</b>	<b>18,8</b>	<b>83,9</b>	<b>77,8</b>	<b>86,3</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>37,4</b>	<b>59,9</b>	<b>38,9</b>	<b>18,8</b>	<b>83,9</b>	<b>77,8</b>	<b>86,3</b>

## Balansräkning

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	36	35	35	34	34	34	34
Övriga immateriella tillgångar	193	197	329	198	196	158	120
Materiella anläggningstillgångar	15	15	18	17	22	27	32
Övriga anläggningstillgångar	23	23	15	16	16	16	16
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>266</b>	<b>271</b>	<b>397</b>	<b>265</b>	<b>267</b>	<b>235</b>	<b>202</b>
Varulager	110	140	128	123	139	149	155
Kundfordringar	91	130	125	84	116	124	129
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	77	43	43	43
Likvida medel	53	36	29	70	94	147	206
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>274</b>	<b>320</b>	<b>302</b>	<b>355</b>	<b>391</b>	<b>464</b>	<b>533</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>541</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>619</b>	<b>659</b>	<b>699</b>	<b>734</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>							
Eget Kapital	277	288	265	291	337	365	401
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>277</b>	<b>282</b>	<b>265</b>	<b>291</b>	<b>337</b>	<b>365</b>	<b>401</b>
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
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>191</b>	<b>197</b>	<b>287</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>174</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	7	0	0	0	0
Leverantörsskulder	20	38	56	77	71	83	83
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
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>72</b>	<b>112</b>	<b>148</b>	<b>154</b>	<b>147</b>	<b>160</b>	<b>159</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>541</b>	<b>585</b>	<b>699</b>	<b>619</b>	<b>659</b>	<b>699</b>	<b>734</b>

## Kassaflödesanalys

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Resultat före avskrivningar	65	80	109	75	144	138	150
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	89	-54	-6	-11
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>57</b>	<b>20</b>	<b>113</b>	<b>143</b>	<b>66</b>	<b>109</b>	<b>114</b>
Finansiella nettokostnader	-2	-3	-3	-16	-1	-3	-3
Betald skatt	-3	-1	-10	1	-22	-20	-22
Investeringar	15	-16	-13	-9	-5	-5	-5
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>73</b>	<b>4</b>	<b>100</b>	<b>134</b>	<b>61</b>	<b>104</b>	<b>109</b>
Utdelningar	-50	-50	-50	0	-38	-50	-50
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
<b>Kassaflöde</b>	<b>7</b>	<b>-21</b>	<b>-8</b>	<b>43</b>	<b>24</b>	<b>54</b>	<b>58</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>90</b>	<b>114</b>	<b>262</b>	<b>128</b>	<b>80</b>	<b>27</b>	<b>-32</b>

## 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%	219%	-6%	11%
EPS-tillväxt	-8%	5%	-22%	62%	-35%	-52%	346%	-7%	11%
Bruttomarginal	52%	50%	54%	57%	54%	52%	54%	56%	56%
EBITDA-marginal	11%	11%	9%	11%	14%	11%	19%	17%	17%
EBIT-marginal	10%	10%	8%	10%	7%	5%	14%	12%	13%

## Kapitaleffektivitet

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	14%	16%	13%	21%	15%	6%	25%	21%	20%
ROCE	12%	13%	12%	15%	9%	7%	21%	18%	19%
ROIC	7%	9%	7%	10%	6%	6%	13%	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%	0,6%	0,6%	0,6%
Försäljningskostnader / omsättning	44%	41%	47%	48%	50%	52%	44%	46%	45%
Varulager / omsättning	13%	11%	16%	20%	17%	17%	18%	18%	18%
Kundfordringar / omsättning	15%	22%	13%	18%	16%	12%	15%	15%	15%

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 fondhandlarföreningens 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](http://www.penser.se)