



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 01 Mars 2022

Björn Borg

Q4 avslutar ett starkt 2021

Fortsätter att leverera


Omsättningen för Q4 var 181 mkr (160 mkr) motsvarande en tillväxt om 13% och i linje med våra estimat om 183 mkr. Egen e-handel och e-tailers utgjorde totalt 63 mkr (35% av omsättningen). Rörelseresultatet uppgick till 10 mkr mot våra estimat om 13 mkr, där avvikelsen bl.a. förklaras av att bruttomarginalen (53%) var ca en procentenhet lägre än våra estimat.

Stark lönsamhet och höjd utdelning

Lönsamheten fortsätter vara stark och för helåret redovisar bolaget en rörelsemarginal om 14%, vilket är en stark siffra som överskrider bolagets egna mål om 10%. Björn Borg föreslår även en höjd utdelning som uppgår till 2,5 kr per aktie (1,5 kr). Utdelning om 2,5 kr motsvarar 73 % av EPS för 2021. Vi noterar att bolaget fortsatt har god kostnadskontroll och ser goda utsikter för starka marginaler 2022.

Estimatjusteringar och högre värdering

Vi väljer att göra justeringar av intäkter och lönsamhet för kommande år, se detaljer i segmentet estimatförändringar. Vi byter även värderingsmetod till en SotP-värdering som värderar egen online samt övrig försäljning separat. Vi ser ett nytt motiverat värde om 58-60 kr per aktie (53-55 kr).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	58.0 - 60.0
EPS, justerad 22e	3.8	3.1	23.1%	Omsättning, mkr	768	843	880	933	Aktiekurs	47.2
EPS, justerad 23e	4.1	3.4	20.7%	Tillväxt	9%	10%	4%	6%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	4.7	4.7	0.0%	EBITDA, mkr	140	161	162	179	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q1-rapport2022-05-19</div>				EBIT, mkr	104	123	134	151		
				EPS, justerad	3.4	3.8	4.1	4.7		
				EPS tillväxt	357%	11%	9%	13%		
				EK/aktie	13.5	15.3	17.4	20.1		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				Utdelning/aktie	2.0	2.0	2.0	2.0	<div>Analytiker</div> <div>hjalmar.jernstrom@penser.se</div>	
				EBIT-marginal	13.5%	14.6%	15.2%	16.2%		
				ROE (%)	25.4%	24.9%	23.7%	23.3%		
				ROCE	24.9%	31.8%	36.4%	34.0%		
Antal aktier		25m		EV/Sales	1.6x	1.5x	1.4x	1.3x		
Börsvärde		1,187		EV/EBITDA	8.8x	7.6x	7.6x	6.8x		
Nettoskuld		37		EV/EBIT	11.8x	9.9x	9.2x	8.1x		
EV		1,224		P/E, justerad	13.8x	12.4x	11.4x	10.0x		
Free float		90%		P/EK	3.5x	3.1x	2.7x	2.3x		
Daglig handelsvolym, snitt		29(k)		Direktavkastning	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%		
Reuters/Bloomberg		BORG.ST/BORG SS		FCF yield	5.3%	10.7%	10.4%	3.4%		
				Nettosk./EBITDA	0.6g	0.0g	(0.4)g	(0.3)g		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sverige | 01 Mars 2022

Sammanfattning

Q4 avslutar ett starkt 2021

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 35 % av omsättningen under Q4'21.

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. Vi värderar bolaget med en SotP-värdering som värderar den egna onlineverksamheten separat. Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 17x EBIT för 2023e, och värderar övrig försäljning till 10x EBIT för 2023e. Detta genererar ett motiverat värde om 58-60 kr per aktie. 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. Vi underbygger värderingen med en DCF-modell.

Kvartalet i detalj

Omsättningen för Q4 var 181 mkr (160 mkr) motsvarande en tillväxt om 13% och i linje med våra estimat om 183 mkr. Egen e-handel och e-tailers utgjorde totalt 63 mkr (35% av omsättningen). Rörelseresultatet uppgick till 10 mkr mot våra estimat om 13 mkr, där avvikelsen bl.a. förklaras av en bruttomarginal ca en procentenhet lägre än våra estimat - bruttomarginalen var 53 %. Sammantaget fortsätter dock Björn Borg uppvisa den goda kostnadskontroll man initierade redan 2020. Björn Borg höjer även utdelningen till 2,5 kr per aktie (1,5), motsvarande ca 73 % av EPS för 2021.

Estimatförändringar

Vi uppdaterar våra kostnadsestimat för kommande år, vilket primärt grundar sig i något höjda estimat för marknadsföring, samtidigt som vi sänker estimaten för övriga kostnader och försäljningskostnader, som inkluderat kreditförluster under 2021. Sammanlagda effekten blir stärka marginalantaganden för 2022-2023. Vi noterar att den egna onlinehandeln uppvisar en mycket stark rörelsemarginal om ca 20% ensamstående, vilket vi bedömer som starkt. Sammantaget ser vi att stora delar av bolagets besparingar från 2020 fortsätter in i 2022, vilket medför stärka EBIT-marginaler.

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	842 948	880 397	932 900
Tillväxt	10%	4%	6,0%
EBIT	123 193	133 682	151 225,0
Rörelsemarginal	15%	15%	16%
EPS	3,81	4,14	4,70

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	828 522	860 561	
Tillväxt	7%	4%	
EBIT	100 722	111 442	
Rörelsemarginal	12%	13%	
EPS	3,10	3,44	

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	2%	2%	
EBIT	22%	20%	
EPS	23%	20%	

Källa: EPB

Värdering

Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som kompletteras med en DCF-modell. Vi byter värderingsmetod för att reflektera värdet i den egna onlineverksamheten och applicerar en multipel på den egna onlineförsäljningen som värderas fristående från övrig försäljning. Vi antar att egen onlineförsäljning kan uppnå en rörelsemarginal om 18 % 2023, och utgöra ca 16% av total försäljning 2023. Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 17x EBIT för 2023e, och värderar övrig försäljning till 10x EBIT för 2023e. Skillnaden motiveras av möjligheten för en högre lönsamhet i onlineverksamheten, samtidigt som onlinebaserade varumärkesföretag har högre multiplar. Vi uppdaterar därmed även vår samling jämförelsebolag, se nästa sida.

Valuation output	
Last paid	48
Aktier	25
Mkt cap	1 203
EV	1 300
Cash	97
Debt	134
Net debt	37
Multiple (online EBIT 23e x)	17
Multiple (physical + etailers EBIT 23e x)	10
Target EV	1 512
Less net debt	(37)
Target mkt cap	1474
Price per share	59

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Sammantaget motiverar DCF-modellen ett värde per aktie om 62 kr. Vår multipelansats tillsammans med DCF-modell gör att vi ser ett motiverat värde om 58 - 60 kr per aktie (53 - 55 kr). Längre ned visas värderingsnivåer för varumärkesbolag respektive återförsäljare.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 018 640
PV of terminal value (perpetuity formula)	570 261
Enterprise value	1 588 901
Latest net debt	37 300
Minority interests & other	0
Equity value	1 551 601
No. of shares outstanding (millions)	25 148
Equity value per share (SEK)	62

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	11,4	9,9	9,8
EV/EBIT	15,3	12,9	11,9
EV/NOPLAT	19,2	16,2	14,9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			47,2

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%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	7,5%	64	67	70	74	78
	8,0%	60	63	65	68	72
	8,5%	57	59	62	64	67
	9,0%	54	56	58	60	63
	9,5%	52	53	55	57	59

		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	7,5%	53	62	70	78	87
	8,0%	50	58	65	73	80
	8,5%	48	55	62	68	75
	9,0%	46	52	58	64	71
	9,5%	44	49	55	61	66

Jämförelsebolag

Onlineorienterade	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
RVRC Holding AB	33,4	24,4	19,8	15,9	49,4	33,6	27,3	22,0	9,4	6,7	5,1	4,1
Lululemon Athletica Inc	31,7	25,4	20,3	N/A	41,2	34,8	29,5	25,7	6,9	5,7	5,0	4,4
Under Armour, Inc. Class A	15,4	15,2	12,7	12,3	20,8	23,0	18,4	17,0	1,4	1,3	1,3	1,2
Fenix Outdoor International AG Series B	19,2	13,8	12,1	10,7	24,6	17,3	15,2	13,5	2,5	2,0	1,9	1,8
NIKE, Inc. Class B	32,5	25,1	N/A	N/A	37,0	28,4	24,2	20,6	4,7	4,1	3,8	3,5
adidas AG	25,2	17,0	14,4	12,2	29,3	22,6	18,4	15,6	2,4	1,9	1,7	1,6
Average exkl Borg	26,2	20,2	15,8	12,8	33,7	26,6	22,2	19,1	4,6	3,6	3,1	2,8
Median exkl Borg	28,5	20,7	14,4	12,3	33,2	25,7	21,3	18,8	3,6	3,1	2,8	2,7
Björn Borg	11,8	9,9	9,2	8,1	13,8	12,4	11,4	10,0	1,6	1,5	1,4	1,3

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

Detailjhandelsbolag	EV/EBIT				P/E				EV/Sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	14,3	10,4	8,8	N/A	10,9	8,2	7,5	N/A	0,7	0,6	0,6	N/A
H&M Hennes & Mauritz AB Class B	19,5	14,3	12,9	12,0	24,6	17,6	15,5	14,1	1,5	1,4	1,3	1,3
Foot Locker, Inc.	7,1	9,2	11,1	N/A	4,0	6,1	6,2	6,4	0,8	0,6	0,7	0,7
Next plc	12,3	11,0	10,7	N/A	13,0	12,1	11,9	11,5	2,3	2,0	1,9	1,8
XXL ASA	13,2	13,9	11,5	9,5	12,8	10,7	8,0	7,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Average exkl Borg	13,3	11,8	11,0	10,7	13,1	10,9	9,8	9,8	1,2	1,1	1,0	1,1
Median exkl Borg	13,2	11,0	11,1	10,7	12,8	10,7	8,0	9,3	0,8	0,6	0,7	1,0
Björn Borg	11,8	9,9	9,2	8,1	13,8	12,4	11,4	10,0	1,6	1,5	1,4	1,3

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

Onlineorienterade	Bruttomarginal				EBIT-marginal				FCF/sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
RVRC Holding AB	72%	72%	72%	71%	28%	28%	26%	26%	2%	2%	3%	5%
Lululemon Athletica Inc	58%	58%	59%	58%	22%	22%	24%	N/A	2%	2%	3%	4%
Under Armour, Inc. Class A	50%	50%	51%	52%	9%	9%	10%	10%	6%	5%	5%	8%
Fenix Outdoor International AG Series B	N/A	N/A	N/A	N/A	13%	15%	16%	17%	4%	6%	6%	9%
NIKE, Inc. Class B	46%	47%	48%	49%	14%	16%	N/A	N/A	2%	3%	4%	4%
adidas AG	51%	51%	52%	53%	10%	11%	12%	13%	6%	5%	5%	6%
Average exkl Borg	55%	56%	56%	57%	16%	17%	18%	17%	4%	4%	4%	6%
Median exkl Borg	51%	51%	52%	53%	14%	16%	16%	15%	3%	4%	5%	5%
Björn Borg	54%	56%	56%	57%	14%	15%	15%	16%	8%	14%	14%	14%

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

Detailjhandelsbolag	Bruttomarginal				EBIT-marginal				FCF/sales			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	40%	40%	40%	N/A	5%	6%	7%	N/A	13%	12%	14%	N/A
H&M Hennes & Mauritz AB Class B	53%	53%	53%	53%	8%	9%	10%	10%	13%	9%	9%	8%
Foot Locker, Inc.	34%	33%	32%	32%	11%	7%	6%	N/A	19%	15%	16%	13%
Next plc	51%	52%	51%	N/A	19%	18%	18%	N/A	4%	6%	7%	6%
XXL ASA	41%	40%	40%	40%	5%	4%	5%	6%	5%	31%	25%	14%
Average exkl Borg	44%	43%	43%	42%	10%	9%	9%	8%	11%	14%	14%	10%
Median exkl Borg	41%	40%	40%	40%	8%	7%	7%	8%	13%	12%	14%	10%
Björn Borg	54%	56%	56%	57%	14%	15%	15%	16%	8%	14%	14%	14%

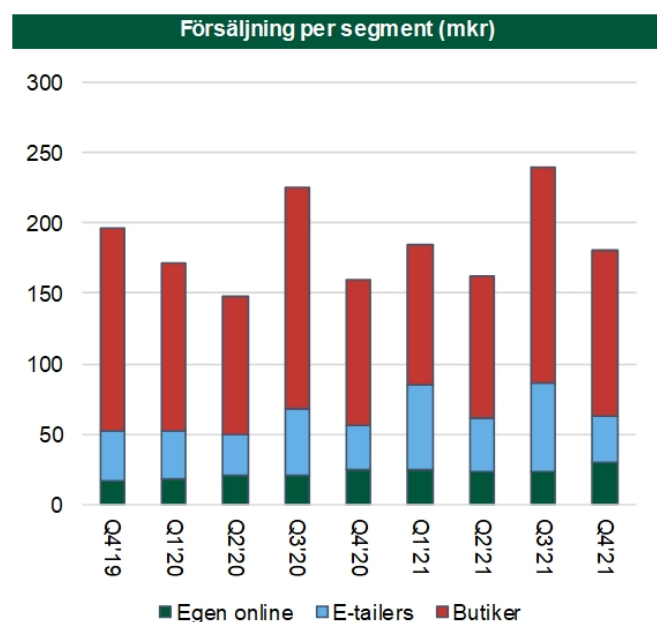
Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

Onlineorienterade	Försäljningstillväxt				EBIT-tillväxt				EPS-tillväxt			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
RVRC Holding AB	N/A	50%	31%	25%	N/A	47%	23%	24%	N/A	47%	23%	24%
Lululemon Athletica Inc	42%	16%	15%	12%	61%	18%	17%	13%	64%	18%	18%	15%
Under Armour, Inc. Class A	27%	6%	6%	3%	N/A	-4%	22%	5%	-427%	-10%	25%	8%
Fenix Outdoor International AG Series B	19%	6%	5%	5%	41%	22%	14%	13%	72%	42%	14%	12%
NIKE, Inc. Class B	6%	14%	10%	8%	-2%	31%	16%	16%	3%	30%	17%	18%
adidas AG	7%	10%	9%	9%	171%	25%	19%	15%	236%	30%	23%	18%
Average exkl Borg	20%	17%	13%	10%	68%	23%	19%	14%	-10%	26%	20%	16%
Median exkl Borg	19%	12%	10%	8%	51%	23%	18%	14%	64%	30%	20%	16%
Björn Borg	9%	10%	4%	6%	209%	18%	9%	13%	357%	11%	9%	13%

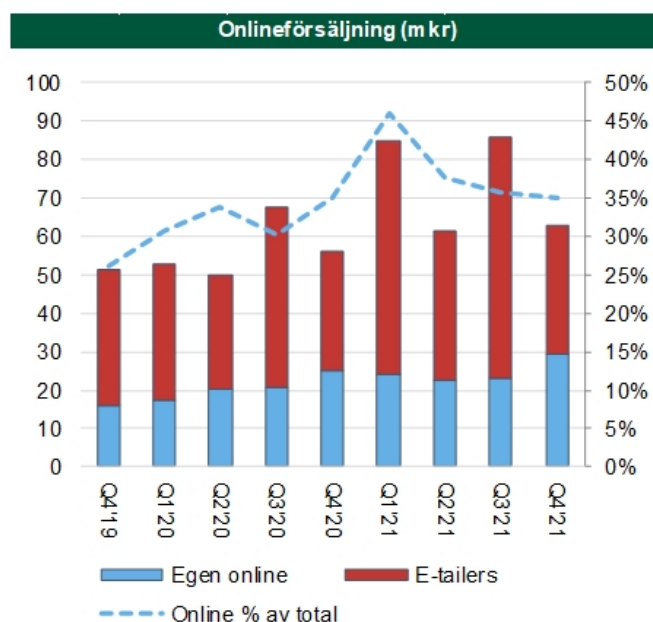
Källa: Erik Penser Bank (Björn Borg-estimat), Factset (övriga estimat)

Detailjhandelsbolag	Försäljningstillväxt				EBIT-tillväxt				EPS-tillväxt			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Gap, Inc.	21%	2%	3%	N/A	-201%	15%	8%	N/A	-175%	33%	10%	N/A
H&M Hennes & Mauritz AB Class B	6%	13%	4%	4%	425%	33%	13%	9%	1026%	40%	14%	10%
Foot Locker, Inc.	19%	-3%	-2%	1%	145%	-29%	-11%	-2%	177%	-34%	-1%	1%
Next plc	36%	7%	5%	8%	116%	5%	4%	4%	134%	7%	2%	4%
XXL ASA	-4%	1%	5%	3%	51%	-13%	24%	15%	121%	20%	35%	14%
Average exkl Borg	20%	17%	13%	10%	68%	23%	19%	14%	-10%	26%	20%	16%
Median exkl Borg	19%	12%	10%	8%	51%	23%	18%	14%	64%	30%	20%	16%
Björn Borg	9%	10%	4%	6%	209%	18%	9%	13%	357%	11%	9%	13%

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

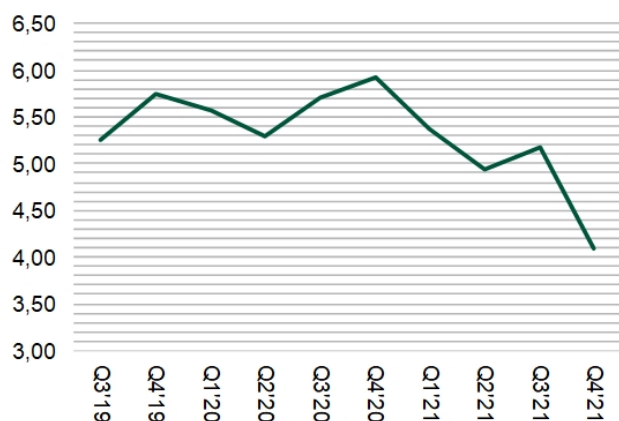


Källa: Bolagsrapporter, EPB



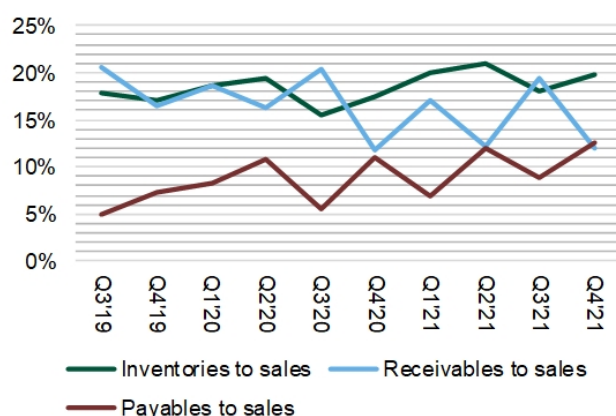
Källa: Bolagsrapporter, EPB

Lageromsättningshastighet, RTM (x)



Källa: Bolagsrapporter, EPB

Rörelsekapital / försäljning RTM (%)



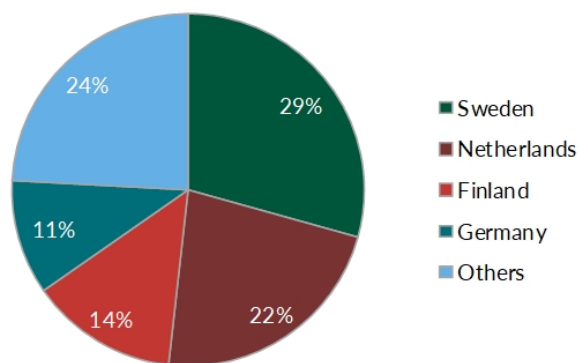
Källa: Bolagsrapporter, EPB

Aktieägardata

Ägare	Röster	Aktier
Martin Bjäringer	9,9%	9,9%
Mats Nilsson	6,5%	6,5%
Schotteniusfamiljen	5,6%	5,6%
Lazard	5,2%	5,2%
Övriga	73%	73%
<hr/>		
Ordförande	Heiner Olbrich	
CEO	Henrik Bunge	
CFO	Jens Nyström	
Kontakt	Pernilla Johansson	
Hemsida	www.corporate.bjornborg.com	

Källa: Holdings, Bolaget. Uppdaterat 2021-12-31

Försäljning per marknad (2021)



Källa: Bolagsrapporter, EPB

Resultaträkning

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	696	710	757	705	768	843	880	933
Övriga intäkter	8	7	22	29	28	22	22	22
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-335	-352	-375	-387	-401
Bruttovinst	376	407	406	370	417	468	493	532
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-324	-306	-329	-353	-375
Övriga rörelsekostnader								
EBITDA	65,3	79,9	108,6	74,5	139,6	160,9	161,7	179,2
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-40,8	-35,5	-37,7	-28,0	-28,0
EBIT	55,4	71,0	51,4	33,7	104,1	123,2	133,7	151,2
Extraordinära Poster								
Justerat Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	33,7	104,1	123,2	133,7	151,2
Finansnetto	-4,0	3,0	-2,7	-16,1	2,8	-3,2	-3,2	-3,2
Resultat före skatt	51,4	74,0	48,7	17,6	106,9	120,0	130,5	148,0
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	1,3	-20,8	-24,2	-26,4	-29,9
Minoritetsintressen								
Nettoresultat Rapporterat	37,4	59,9	38,9	18,8	86,0	95,8	104,1	118,1
Nettoresultat (just)	37,4	59,9	38,9	18,8	86,0	95,8	104,1	118,1

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Balansräkning

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	36	35	35	34	35	35	35	35
Övriga immateriella tillgångar	193	197	329	198	188	188	188	188
Materiella anläggningstillgångar	15	15	18	17	15	8	8	6
Övriga anläggningstillgångar	23	23	15	16	16	16	16	16
Summa anläggningstillgångar	266	271	397	265	317	290	273	253
Varulager	110	140	128	123	152	169	167	177
Kundfordringar	91	130	125	84	92	101	106	112
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	77	23	25	26	28
Likvida medel	53	36	29	70	97	131	181	239
Summa omsättningstillgångar	274	320	302	355	363	426	480	557
SUMMA TILLGÅNGAR	541	591	699	619	681	716	753	810
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	277	288	265	291	339	367	439	506
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summa Eget Kapital	277	282	265	291	339	367	408	464
Långfristiga finansiella skulder	125	150	150	99	99	120	114	108
Övriga långfristiga skulder	66	47	137	75	75	19	11	6
Summa Långfristiga skulder	191	197	287	174	174	139	125	113
Leverantörsskulder	20	38	56	77	97	110	114	121
Övriga Kortfristiga skulder	52	75	92	77	74	93	100	109
Summa kortfristiga skulder	72	112	148	154	191	211	220	233
Summa Eget Kapital och skulder	541	591	699	619	681	716	753	810

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Kassaflödesanalys

SEK m	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	22	19	52	10	104	123	134	151
Kassaflödesjusteringar	7	3	-3	10	17	10	-2	-5
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	89	-53	-9	5	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	57	20	113	143	68	124	137	141
Investeringar	15	-16	-13	-9	-5	-10	-10	-9
Fritt Kassaflöde	73	4	100	134	63	114	127	133
Utdelningar	-50	-50	-50	0	-38	-63	-63	-63
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	28	-2	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-5	-7	-4	-3	0	-17	-14	-11
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-27	-59	-54	-3	-38	-80	-77	-74
Kassaflöde	7	-21	-8	43	25	34	50	58
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	90	114	262	128	17	-34	-98	-168

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Tillväxt och marginaler

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	7%	10%	10%	2%	7%	-7%	9%	10%	4%	6%
EBIT-tillväxt	5%	10%	-14%	28%	-28%	-34%	209%	18%	9%	13%
EPS-tillväxt	-8%	5%	-22%	62%	-35%	-52%	357%	11%	9%	13%
Bruttomarginal	52%	50%	54%	57%	54%	52%	54%	56%	56%	57%
EBITDA-marginal	11%	11%	9%	11%	14%	11%	18%	19%	18%	19%
EBIT-marginal	10%	10%	8%	10%	7%	5%	14%	15%	15%	16%

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Aktiedata

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS	1,79	1,88	1,48	2,39	1,55	0,75	3,42	3,81	4,14	4,70
FCF per aktie	1,03	2,58	2,89	0,16	3,97	5,31	2,51	5,03	4,92	1,60
Utdelning per aktie	2,00	2,00	2,00	2,00	0,00	1,50	2,00	2,00	2,00	2,00
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	25,15

Källa: Bolagsrapporter, EPB

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 Instru-ment 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