



# Björn Borg

## Marginalstarkt Q4 drivet av exceptionell e-handelstillväxt

### Stark onlinetillväxt kompenserar för fortsatt utsatt distributionskanal

Björn Borgs omsättning för Q4 uppgick till 198 mkr (198 mkr) med organisk tillväxt om -3% y/y. Detta var ca 3% under våra prognos om 203 mkr, men motsvarade en kanalmix som var bättre än väntat. Vi förväntade oss fortsatt starkt momentum i den egna onlinekanalen, men tillväxten (46% y/y och 24% CAGR sedan Q4'21) var starkare än prognosticerat. För helåret 2023 växte segmentet Egen online med 18%. E-tailers växte 3% y/y mot tuffa jämförelsetal och de två onlinekanalerna, tillsammans, kompenserade för distributionsverksamheten (5% av total omsättning) som minskade 49% y/y och -50% för helåret. Sammantaget var omsättningen förvisso lägre än våra kvartalsprognosser, men kanalmixen gjorde att absolut lönsamhet och EBIT-marginal överskred våra estimat (12% över våra förväntningar på absolut vinst och en EBIT-marginal om 10% jämfört med 9% Q4e).

### Långsiktig varumärkestrend illustreras i lönsamheten

Rörelseresultatet uppgick till 20 mkr (8 mkr), motsvarande en tillväxt y/y om 160%, vilket var ca 12% starkare än våra prognos om 18 mkr. Vinst- och marginalförstärkningen i kvarteret drevs av god tillväxt i högmarginalsegment, samtidigt som samtliga kanaler redovisade marginalexpansion y/y. EBIT-marginalen i segmentet Egen online under Q4 uppgick till 26% (14%), total konsumentdirekt 15% (5%) och grossistförsäljningen 5% (-2%). Föreslagen utdelning för 2023 uppgick till 3 kr per aktie (2kr) motsvarande 100% av EPS och 68% av FCFPS för 2023.

### En bekräftelse på att den långsiktiga storyn materialiseras

Q4-rapporten är ytterligare en indikation på att Björn Borgs förstärkta varumärkesposition börjar konverteras till siffror. De starka marginalerna samt den egna onlineförsäljningen är tydliga utropstecken. Vi justerar våra prognos för 2024-2026, primärt för att reflektera utfallet i Q4, viss försiktighet inom skoförsäljningen, valutoeffekter samt något högre förväntningar på marknadsföringsinvesteringar. Totalt justerar vi EPS med -6% för 2024e och -3% för 2025e. Andelen egen onlineförsäljning ökar dock i våra prognos, vilket ger en positiv effekt på vår SotP-värdering. Vi ser ett nytt motiverat värde om 61–63 kr per aktie (54–56 kr).

Estimatändring	Prognos (mkr)				Värde och risk					
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	61,0 - 63,0 kr
Totala intäkter	0,3%	0,3%	-	Totala intäkter	892	940	986	1 031	Aktiekurs	53,5 kr
EBITDA, just.	-5,0%	-2,5%	-	Tillväxt	4%	5%	5%	5%	Risknivå	Medium
EPS, just.	-5,9%	-3,2%	-	EBITDA, just.	134	156	173	179		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	101	127	147	155	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
Q1 - rapport	16 maj 2024			EPS, just.	3,0	4,0	4,6	4,9		
Q2 - rapport	16 augusti 2024			EPS-tillväxt, just.	49%	33%	16%	6%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	13,9	15,0	16,6	18,3		
Antal aktier	25m			Utdelning per aktie	3,0	3,0	3,2	3,3		
Börsvärde	1 345			EBIT-marginal	11,5%	13,9%	15,2%	15,3%		
Nettoskuld	16			ROE, just.	22,5%	27,7%	29,4%	28,1%		
EV	1 362			ROCE, just.	25,5%	31,9%	34,3%	33,2%		
Free float	87%			EV/Sales	1,3x	1,4x	1,4x	1,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	37k			EV/EBITDA	8,5x	8,7x	7,9x	7,6x		
Bloomberg Ticker	BORG SS EQUITY			EV/EBIT	11,3x	10,7x	9,3x	8,8x	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	14,8x	13,4x	11,6x	10,9x	Yes	No
Hjalmar Jernström				P/EK	3,2x	3,6x	3,2x	2,9x	Likviditetsgarant	✓
hjalmar.jernstrom@carnegie.se				Direktavkastning	6,7%	5,6%	6,0%	6,2%	Certified adviser	✓
				FCF yield	10%	8%	9%	10%	Transaktioner 12m	✓
				Nettoskuld/EBITDA	0,1x	-0,1x	-0,4x	-0,7x		



## Investment case

Varumärkesbolaget Björn Borg har redovisat en omsättningstillväxt om i snitt 6% per år sedan 2014, vilket är högre än bolagets nuvarande tillväxtmål om 5% och attraktivt med hänsyn till den höga konkurrensen i branschen. Tillväxten har bland annat möjliggjorts av att Björn Borg lyckats förstärka varumärkets position i marknaden ytterligare, och därutöver lyckats omsätta varumärkespositionen till ökad omsättning. Under samma period har produkt- och kanalmix utvecklats väl. Produktmässigt har Björn Borgs erbjudande inom sportkläder växt kraftigt över en längre tid, och redovisat en tillväxt som är väsentligt högre än tillväxten i underklädesförsäljningen. Sportklädessegmentet växte ca 8% årligen 2014–2022 och utgjorde 19% av omsättningen 2022.

Kanalmässigt har Björn Borgs egna onlineförsäljning växt med i genomsnitt 22% årligen sedan 2014. Tillväxten är driven av ett förändrat konsumentbeteende, men också investeringar i plattformen och framgångsrikt marknadsföringsarbete. Vi bedömer samtidigt att Björn Borg under perioden lyckats bibehålla en attraktiv kombination av tillväxt och marginaler, där EBIT-marginalen uppgått till mellan 16–20% för den egna onlinehandeln 2021–2022 och 5–11% för koncernen under perioden 2014–2022.

Trots den goda historiska tillväxten inom sportkläder, bedömer vi att Björn Borg har potential att ytterligare expandera sin marknadsposition och fortsätta att redovisa hög tillväxt inom segmentet. I kombination med ökad onlinehandel har detta potential att skapa en attraktiv produkt- och kanalmix som kan befästa lönsamheten över det egna målet om en EBIT-marginal om 10%. För att driva den utvecklingen behöver Björn Borg vara fortsatt framgångsrika i sitt marknadsföringsarbete och fortsätta att förstärka varumärkets marknadspositionering. Värderingen är idag i linje med återförsäljare inom klädbranschen och återspeglar i vår mening inte värdet av varumärket. Fortsatt optimering av produkt- och kanalmix har potential att stärka multipeln och reducera värderingssgapet.

## Bolagsprofil

Björn Borg är ett svenska modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Nederländerna och Sverige som tillsammans stod för 56% av varumärkesförsäljningen 2022. Produktområdet underkläder stod vid utgången av 2022 för 60% av omsättningen, medan sportkläder stod för 19%. Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019 till 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 och övrig försäljning separat. Vi ser ett motiverat värde 61-63 kr per aktie (54-56 kr per aktie).

## Kvartalet i detalj

Björn Borgs omsättning för Q4 uppgick till 198 mkr (198 mkr) och för helåret 872 mkr. I Q4 var tillväxten -0,4%, varav organisk tillväxt -3%. För helåret 2023 var tillväxten 4,4%, varav organisk tillväxt var 0,7%. Tillväxten var starkt varierande mellan kanalerna, där grossistförsäljningen växte 7% y/y, segmentet konsumentdirekt växte 8% y/y och bidrar till tillväxten. Segmentet licens växte 3% y/y, samtidigt som distributörerna hade en tillväxt om -50% y/y. Nedgången inom distributörer var i enlighet med den utveckling vi sett Q1-Q3'23, och drevs av en mer försiktig inställning till inköp bland distributörer på de viktiga distributörsmarknaderna i Norge och Storbritannien. Samtidigt belastas konsumentdirekt försäljning för helåret av att Björn Borg totalt nettostängt tre butiker, även om detta är positivt för lönsamhetsprofilen för segmentet som helhet. Nedan sammanfattas våra prognosser relativt utfall för kvartalet.

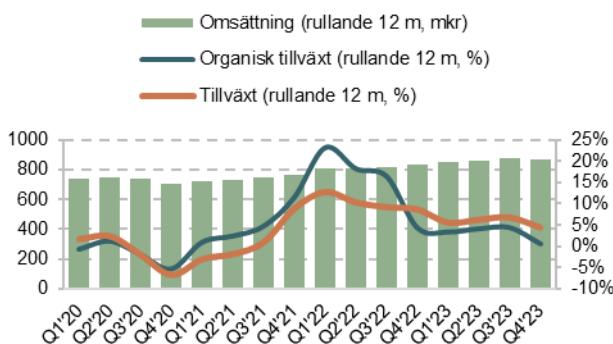
Figur 1: Avvikelsestabell

	2022				2023			Penser by Carnegie						
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4a	Q4e	Avv.	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	227	162	249	198	247	166	262	198	203	-3%	872	918	964	1 009
Tillväxt y/y	23%	-1%	4%	10%	9%	3%	5%	0%	2%	-3%	4%	5%	5%	5%
Organisk	20%	-4%	0%	4%	5%	-2%	1%	-3%			0%			
Valuta + förvärv	3%	3%	4%	6%	4%	5%	5%	3%			4%			
Bruttoresultat	113	88	120	103	129	92	138	112	110	2%	471	511	543	569
Bruttomarginal	50%	54%	48%	52%	52%	56%	53%	57%	54%	3%	54%	56%	56%	56%
EBITDA	38	14	39	16	40	16	49	28	26	9%	134	156	173	179
EBITDA-marg.	17%	9%	16%	8%	16%	10%	19%	14%	13%	1%	15%	17%	18%	18%
EBIT	29	5	31	8	31	8	41	20	18	12%	101	127	147	155
EBIT-marg.	13%	3%	12%	4%	13%	5%	16%	10%	9%	1%	12%	14%	15%	15%
Finansiellt netto	-0	-1	-0	-1	-1	-3	-0	1	-1	N.m	-3	-1	-1	-1
Inkomstskatt	-6	-4	-8	-1	-6	-1	-9	-6	-3	N.m	-22	-26	-29	-31
Nettoresultat	23	0	22	1	25	4	32	15	14	9,4%	76	101	116	123
EPS, justerad (kr)	0,92	0,01	0,88	0,21	0,99	0,17	1,27	0,59	0,54	9,4%	3,02	4,01	4,63	4,89

Källa: Penser by Carnegie

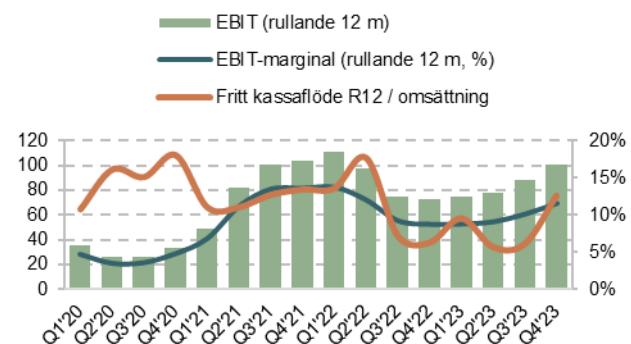
Björn Borg har meddelat att Unlimited Footwear Group B.V, vars dotterbolag Serve&Volley är licenstagare för design, tillverkning och distribution av skor i Europa exkl. Sverige, Finland och Danmark, har inlett ett rekonstruktionsförfarande. Björn Borg har meddelat att ordrar, som redan är lagda till bolaget för vår- och sommarkollektionen, är leveransredo. Vi bedömer att Björn Borg har goda förutsättningar att skapa en brygga till alternativ som intäktsmässigt innehåller en närmast sömlös övergång i det fall man inte längre skulle samarbeta med Serve&Volley. Alternativ skulle t.ex. kunna omfatta en full integrering av den licenserade verksamheten. Björn Borg har nämnt att man sedan tidigare inlett en översyn gällande möjligheterna att driva skoverksamheten i egen regi. Vi bedömer att det finns viss risk relaterad till övergången, kopplat till integration av de tidigare licensierade delarna av skoaffären, samtidigt som vi bedömer att en integration skulle innehålla en möjlighet att inkorporera ett produktsegment där bolaget ser betydande tillväxtpotential.

Figur 2: Omsättning och tillväxt (rullande 12 m)



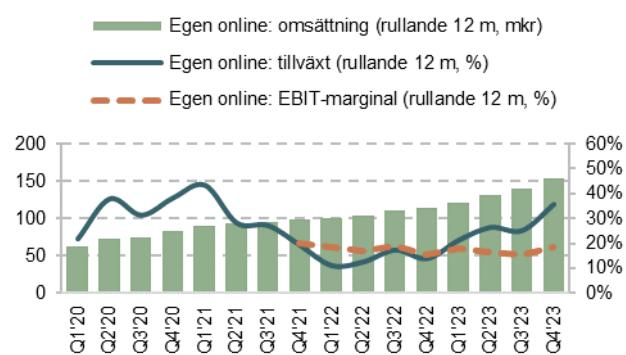
Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Figur 3: EBIT och marginal (rullande 12 m)



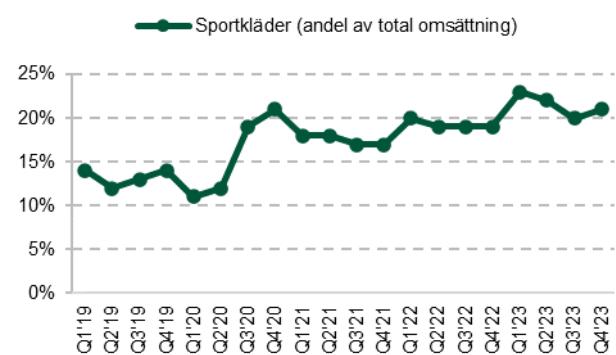
Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Figur 4: Egen online: omsättning och tillväxt (rullande 12 m)



Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Figur 5: Sportkläder (andel av total omsättning)



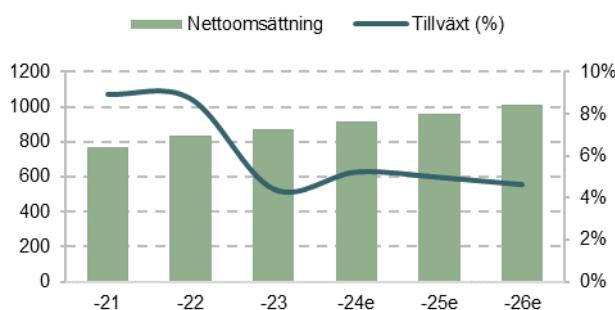
Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

# Estimatjusteringar och värdering

## Estimatjusteringar

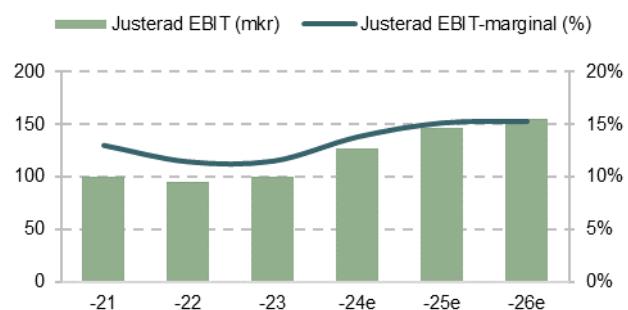
Vi justerar upp våra tillväxtprediktioner för 2024 och 2025 marginellt (+0,3%) vilket motsvarar nettoeffekten av högre tillväxtförväntningar inom egen onlineförsäljning, men lägre förväntningar inom distribution samt inom den licensierade skoverksamheten, samt något mer belastande valutaeffekter. Vi justerar ned våra EBITDA-prediktioner med 3-5% för 2024-2025, drivet av något högre marknadsföringsinvesteringar (motsvarande ca 8,3% av omsättningen för 2024e). Nettoeffekten blir dock att egen online utgör en större andel av resultatet i våra prediktioner, vilket är attraktivt givet de goda tillväxtförutsättningarna inom kanalen. Vi prognostiseras en god marginalexpansion under 2024-2025, där huvudkomponenten är en bruttomarginalförstärkning, drivet av kanalmixen, fortsatt stark prissättningsförmåga och viss valutaeffekt för 2024e, givet utvecklingen av USD/SEK.

Figur 6: Omsättning och tillväxt



Källa: Penser by Carnegie

Figur 7: EBIT och marginal



Källa: Penser by Carnegie

## Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vi använder fortsatt en multipelsansats som baseras på en separat värdering av försäljning via den egna onlinekanalen (16x EBIT NTMe, tidigare 17x) och övrig försäljning (9x EBIT NTMe, tidigare 10x). Justeringarna drivs av något lägre multipler bland jämförelsebolag. Multipelvärderingen indikerar ett värde om 61 kr per aktie, och DCF-modellen 63 kr. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 61-63 kr per aktie (54–56 kr).

## Multipelansats

Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 16x EBIT för kommande tolvmaånadersperiod (NTM), och värderar övrig försäljning till 9x EBIT för NTM. Skillnaden motiveras av en väsentligt högre lönsamhet inom egen onlineförsäljning (19% EBIT-marginal 2023), samtidigt som onlinebaserade varumärkesföretag har högre multipler. Nedan sammanfattas vår multipelsansats och känslighetsanalys.

Figur 8: Värdering (multipelansats)

Värdering	
Aktier	25 148
Nettoskuld	16 254
Multipel (egen online EBIT NTM x)	16
Multipel (Affärer+ e-tailers EBIT NTM x)	9
Bolagsvärde	1 551 134
Justering nettoskuld	-16 254
Värde	1 534 880
Motiverat värde per aktie (SEK)	61

Källa: Penser by Carnegie

EV/EBIT övrigt NTM	Känslighetsanalys				
	12	14	16	18	20
7	46	49	52	55	57
8	51	54	56	59	62
9	56	58	61	64	66
10	60	63	66	68	71
11	65	68	70	73	76

Figur 9: Jämförelsebolag

	Börsvärde Mkr	EV/EBIT			P/E			Fritt kassaflöde/oms.		
		24e	25e	26e	24e	25e	26e	LTM	24e	25e
RVRC Holding	6 877	15,7	13,2	13,2	20,8	17,3	17,3	11%	17%	19%
Under Armour	37 199	11,6	10,2	10,2	13,5	11,6	11,6	-3%	4%	3%
Fenix Outdoor International	8 668	11,3	10,7	10,7	13,9	13,1	13,1	7%	14%	15%
NIKE	1 651 189	21,5	18,6	18,6	25,1	21,1	21,1	9%	11%	10%
adidas	379 357	41,9	21,1	21,1	61,1	27,6	27,6	N.m	4%	6%
PVH	83 643	11,6	10,7	10,7	11,3	9,9	9,9	-3%	7%	8%
Boozt	8 578	16,1	13,5	13,5	24,7	19,9	19,9	0%	10%	11%
Zalando	57 066	13,2	9,7	9,7	22,9	16,9	16,9	4%	0%	1%
XXL	1 130	N.m	11,1	11,1	N.m	10,8	10,8	-1%	1%	1%
boohoo group	5 990	N.m	21,0	21,0	N.m	40,1	40,1	2%	6%	5%
Foot Locker	34 145	22,6	17,7	17,7	18,5	14,5	14,5	17%	8%	8%
PUMA	71 242	11,6	9,9	9,9	17,2	14,2	14,2	2%	6%	5%
Columbia Sportswear	51 642	17,0	14,7	14,7	22,5	18,8	18,8	17%	8%	8%
Average exkl Björn Borg	184 364	14,9	14,0	14,0	19,4	18,1	18,1	5%	7%	8%
<b>Median exkl Björn Borg</b>	<b>37 199</b>	<b>13,2</b>	<b>13,2</b>	<b>13,2</b>	<b>18,5</b>	<b>16,9</b>	<b>16,9</b>	<b>2%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>
<b>Björn Borg</b>	<b>1 345</b>	<b>10,7</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>13,4</b>	<b>11,6</b>	<b>10,9</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>

Källa: Penser by Carnegie

## DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Modellen utgår från en diskonteringsränta om 11% som baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5%, en justering för bolagsstorlek om 4%, men även en reducering om 1% som motiveras av en stark finansiell position och lång god finansiell historik för Björn Borg. Till övriga antaganden hör en långsiktig EBIT-marginal om 12%, samt en långsiktig tillväxt om 1%. Vår DCF-modell indikerar ett motiverat värde om 63 kr per aktie.

Figur 10: DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde
Nuvärdelet av fria kassaflöden	1 108 061	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt
Nuvärdelet av terminalvärde	460 249	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 568 311</b>	Market cap-premie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning
Nettoskuld, senast rapporterad	16 254	Extra riskpremie	-1,0%	Capex, % av omsättning
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>11%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning
Eget kapital	1 552 057			Skattesats
Antal utstående aktier, full utspädning	25 148			20,4%
Eget kapital per aktie	63			

Källa: Penser by Carnegie

Figur 11: Känslighetstabell

Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal							
	0,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%	
10,0%	65	67	68	70	72	WACC	10,0%	55	61	68	75	82
10,5%	63	64	65	67	68		10,5%	53	59	65	72	78
11,0%	61	62	63	64	65		11,0%	51	57	63	69	75
11,5%	59	60	61	62	63		11,5%	50	55	61	66	71
12,0%	57	58	59	60	61		12,0%	48	54	59	64	69

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>710</b>	<b>757</b>	<b>705</b>	<b>768</b>	<b>835</b>	<b>872</b>	<b>918</b>	<b>964</b>	<b>1 009</b>
Övriga rörelseintäkter	7	22	29	28	26	20	22	22	22
<b>Totala intäkter</b>	<b>717</b>	<b>779</b>	<b>734</b>	<b>796</b>	<b>861</b>	<b>892</b>	<b>940</b>	<b>986</b>	<b>1 031</b>
Kostnad sälda varor	-303	-351	-335	-352	-411	-401	-407	-421	-440
<b>Bruttoresultat</b>	<b>414</b>	<b>428</b>	<b>399</b>	<b>444</b>	<b>450</b>	<b>491</b>	<b>533</b>	<b>565</b>	<b>591</b>
Försäljningskostnader	-137	-150	-130	-126	-141	-135	-149	-158	-165
Övriga rörelsekostnader	-198	-169	-195	-179	-201	-222	-228	-234	-247
<b>EBITDA</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>75</b>	<b>140</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>156</b>	<b>173</b>	<b>179</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>75</b>	<b>140</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>156</b>	<b>173</b>	<b>179</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>75</b>	<b>140</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>156</b>	<b>173</b>	<b>179</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-9	-57	-41	-36	-35	-33	-29	-26	-24
<b>EBIT</b>	<b>71</b>	<b>51</b>	<b>34</b>	<b>104</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>127</b>	<b>147</b>	<b>155</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>71</b>	<b>51</b>	<b>34</b>	<b>104</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>127</b>	<b>147</b>	<b>155</b>
Finansnetto	3	-3	-16	3	-2	-3	-1	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>74</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>107</b>	<b>70</b>	<b>98</b>	<b>126</b>	<b>146</b>	<b>154</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>74</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>107</b>	<b>70</b>	<b>98</b>	<b>126</b>	<b>146</b>	<b>154</b>
Total skatt	-14	-10	1	-21	-20	-22	-26	-29	-31
<b>Nettoresultat</b>	<b>60</b>	<b>39</b>	<b>19</b>	<b>86</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>123</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>60</b>	<b>39</b>	<b>19</b>	<b>86</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>123</b>
Intäktstillväxt	-	9%	-6%	8%	8%	4%	5%	5%	5%
Bruttomarginal	57,4%	53,7%	52,5%	54,2%	50,8%	54,0%	55,7%	56,3%	56,4%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	13,9%	15,2%	15,3%
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	4,01	4,63	4,89
EPS-tillväxt, justerad	-	-35%	-52%	>100%	-41%	49%	33%	16%	6%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	71	51	34	104	73	101	127	147	155
Övriga kassaflödesposter	6	40	20	33	35	-6	3	-4	-8
Förändringar i rörelsekapital	-54	21	89	-23	-48	27	-8	-6	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>23</b>	<b>113</b>	<b>143</b>	<b>114</b>	<b>60</b>	<b>121</b>	<b>122</b>	<b>137</b>	<b>142</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-9	-5	-6	-8	-9	-10	-10	-11
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>16</b>	<b>104</b>	<b>137</b>	<b>108</b>	<b>52</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>127</b>	<b>131</b>
Förvärv och avyttringar	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Förändring av skulder	-7	-4	-3	-33	-50	-30	0	0	0
Utdelningar	-50	-50	0	-38	-63	-50	-75	-75	-80
Övriga poster	0	0	0	-23	-23	-22	-5	-3	-3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-59</b>	<b>-54</b>	<b>-3</b>	<b>-94</b>	<b>-136</b>	<b>-102</b>	<b>-81</b>	<b>-78</b>	<b>-83</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-43</b>	<b>50</b>	<b>134</b>	<b>15</b>	<b>-83</b>	<b>11</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>47</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>114</b>	<b>262</b>	<b>86</b>	<b>37</b>	<b>66</b>	<b>16</b>	<b>-20</b>	<b>-70</b>	<b>-120</b>

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Balansräkning	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	35	35	34	35	36	36	36	36	36
Övriga immateriella tillgångar	197	197	198	198	195	194	194	194	194
Materiella anläggningstillgångar	15	18	17	15	16	18	16	15	17
Finansiella anläggningstillgångar	23	15	16	14	13	12	12	12	12
Övriga anläggningstillgångar	0	131	57	55	53	44	28	13	-1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>271</b>	<b>397</b>	<b>322</b>	<b>317</b>	<b>313</b>	<b>304</b>	<b>286</b>	<b>271</b>	<b>259</b>
Varulager	140	128	123	152	201	184	174	183	192
Kundfordringar	130	125	84	92	104	99	110	116	121
Övriga omsättningstillgångar	14	20	20	23	19	17	28	29	30
Likvida medel och kortfristiga placeringar	36	29	70	97	16	27	57	105	151
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>320</b>	<b>302</b>	<b>297</b>	<b>363</b>	<b>340</b>	<b>327</b>	<b>370</b>	<b>432</b>	<b>494</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>619</b>	<b>681</b>	<b>653</b>	<b>632</b>	<b>655</b>	<b>703</b>	<b>753</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	288	271	291	334	325	351	376	417	460
Minoritetsintressen	-6	-6	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>282</b>	<b>265</b>	<b>291</b>	<b>334</b>	<b>325</b>	<b>351</b>	<b>376</b>	<b>417</b>	<b>460</b>
Långfristiga räntebärande skulder	150	150	99	80	0	0	0	0	0
Långfristiga leasingskulder	0	96	36	34	32	25	24	24	23
Övriga långfristiga skulder	47	40	39	42	40	40	40	40	40
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>197</b>	<b>287</b>	<b>174</b>	<b>155</b>	<b>72</b>	<b>65</b>	<b>64</b>	<b>63</b>	<b>63</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	7	0	0	30	0	0	0	0
Leverantörsskulder	38	56	77	97	106	136	119	125	131
Kortfristiga leasingskulder	0	37	21	20	19	17	13	11	8
Övriga kortfristiga skulder	75	48	55	74	101	62	83	87	91
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>112</b>	<b>148</b>	<b>154</b>	<b>191</b>	<b>256</b>	<b>216</b>	<b>215</b>	<b>223</b>	<b>230</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>619</b>	<b>681</b>	<b>653</b>	<b>632</b>	<b>655</b>	<b>703</b>	<b>753</b>

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	9%	-6%	8%	8%	4%	5%	5%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	36%	-31%	87%	-23%	24%	17%	10%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-28%	-34%	>100%	-30%	38%	27%	15%	6%
EPS-tillväxt, justerad	-	-35%	-52%	>100%	-41%	49%	33%	16%	6%
Bruttomarginal	57,4%	53,7%	52,5%	54,2%	50,8%	54,0%	55,7%	56,3%	56,4%
EBITDA-marginal	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	15,3%	17,0%	17,9%	17,7%
EBITDA-marginal, justerad	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	15,3%	17,0%	17,9%	17,7%
EBIT-marginal	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	13,9%	15,2%	15,3%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	13,9%	15,2%	15,3%
Vinst-marginal, justerad	8,4%	5,1%	2,7%	11,2%	6,1%	8,7%	11,0%	12,1%	12,2%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Avkastning	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	14%	7%	28%	15%	22%	28%	29%	28%
ROCE, justerad	Neg.	12%	7%	24%	17%	26%	32%	34%	33%
ROIC, justerad	Neg.	11%	7%	28%	19%	27%	35%	42%	45%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	19%	16%	17%	19%	23%	21%	19%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	16%	11%	12%	12%	11%	12%	12%	12%
Leverantörrskulder / KSV	12%	16%	23%	28%	26%	34%	29%	30%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	18%	22%	23%	29%	34%	28%	27%	27%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	24%	22%	13%	12%	14%	11%	12%	12%	12%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,4x	1,6x	1,7x	2,1x	2,3x	2,3x	2,2x	2,1x

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Finansiell ställning	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	114	262	86	37	66	16	-20	-70	-120
Soliditet	48%	38%	47%	49%	50%	56%	57%	59%	61%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	1,0x	0,3x	0,1x	0,2x	0,0x	-0,1x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	2,4x	1,2x	0,3x	0,6x	0,1x	-0,1x	-0,4x	-0,7x

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Aktiedata	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	4,01	4,63	4,89
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	4,01	4,63	4,89
FCF per aktie	0,65	4,13	5,45	4,30	2,09	4,46	4,47	5,03	5,20
Utdelning per aktie	2,00	0,00	1,50	2,50	2,00	3,00	3,00	3,20	3,30
Eget kapital per aktie	11,2	10,5	11,6	13,3	12,9	13,9	15,0	16,6	18,3
Antal aktier vid årets slut, m	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Värdering	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	8,2x	16,3x	26,4x	14,7x	15,2x	14,8x	13,4x	11,6x	10,9x
P/EK	1,7x	2,4x	1,7x	3,8x	2,4x	3,2x	3,6x	3,2x	2,9x
P/FCF	30,0x	6,1x	3,6x	11,7x	14,8x	10,0x	12,0x	10,6x	10,3x
FCF-yield	3%	16%	28%	9%	7%	10%	8%	9%	10%
Direktavkastning	10,3%	0,0%	7,6%	5,0%	6,5%	6,7%	5,6%	6,0%	6,2%
Utdelningsandel, justerad	84,3%	0,0%	>100%	73,1%	98,9%	99,3%	74,9%	69,1%	67,5%
EV/Sales	0,8x	1,1x	0,8x	1,6x	1,0x	1,3x	1,4x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	7,5x	8,2x	7,8x	9,3x	7,8x	8,5x	8,7x	7,9x	7,6x
EV/EBIT, justerad	8,4x	17,3x	17,3x	12,5x	11,5x	11,3x	10,7x	9,3x	8,8x
EV	595	891	583	1 302	840	1 138	1 362	1 362	1 362
Aktiekurs	19,4	25,3	19,8	50,3	30,8	53,5	53,5	53,5	53,5

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Björn Borg (BORG SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multipler, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalyser består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterad till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagivne affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iaktagit tillämpliga förvaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investorare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida åsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktorisera och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktorisera och reglerad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finansinspektionen). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktorisera och reglerad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investorare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporters- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktorisera och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

#### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställetet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställetet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehålls av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

#### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95