



Penser Access by Carnegie

Kläder & Skor | Sverige | 17 maj 2024

Björn Borg

Tillväxtmomentum i rätt kanaler

Tillväxtmomentum ger förtroende för smidig integration av skoverksamheten

Omsättningen för Q1 uppgick till 257 mkr (247 mkr) motsvarande en tillväxt om 4% y/y (3,7% organisk tillväxt) och i linje med våra förväntningar (0% jämfört med våra förväntningar om 258 mkr). Björn Borg följer upp de starka Q4-siffrorna för den egna e-handeln med tillväxt om 22% y/y i kanalen under Q1'24 och en CAGR om 27% sedan Q1'22. Grossistförsäljningen växer 4% y/y, drivet av kanalen E-tailers som växer 12% y/y. Övriga kanaler redovisade inga större överraskningar, där distributörsförsäljningen fortsätter vara pressad av aktiviteten i Norge och Storbritannien, men där segmentet kommer möta enkla jämförelsetal under 2024. Sett till produktsegment växte sportkläder 24% y/y och utgjorde 27% av total omsättning. Sammantaget noterar vi att tillväxten för koncernen kommer från kanaler som ger bra marginalprofil och vi anser att egen online fortsätter växa med imponerande takt. Med hänsyn till att Q1 präglades av intäktsstapp relaterat till den tidigare aviserade fulla integrationen av skoproduktionen, anser vi att försäljningssiffrorna överlag är starka och medför optimism om en smidig integration av skosegmentet under 2024.

Expanderar rörelsemarginalen y/y, valutaeffekter pressar EPS

Den valutajusterade bruttomarginalen stärktes y/y till 53,1% (52,2%), vilket indikerar fortsatt bra produkt- och kanalmix samt prissättningsförmåga, samtidigt som valutaeffekterna på bruttomarginalen var begränsade i kvartalet (+0,2% y/y). Rörelsemarginalen i kanalen Egen online pressas något y/y till 14% (21%). Vi bedömer att det delvis beror på högre marknadsföringsinvesteringar i kvartalet, men kanalen har historiskt haft volatil lönsamhet och Q1-siffrorna medför ingen ändrad vy på den långsiktiga lönsamhetspotentialen i den egna onlinekanalen. Totalt var rörelseresultatet 33 mkr, ca 6% lägre än våra förväntningar om 36 mkr. EPS var 0,84 kr per aktie (1,13 kr) vilket förklaras av poster relaterade till valutaeffekter på balansräkningsposter.

Justeringar

Vi gör primärt justeringar av förväntade valutaeffekter på omsättningen för 2025-2026, samt EPS innevarande år för att reflektera den valutarelaterade engångsposten i kvartalet. Vi höjer vårt motiverade värde till 60-72 kr per aktie (61-63 kr).

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	60,0 - 72,0 kr	
Totala intäkter	-0,3%	-1,3%	892	987	1 063	1 110	Aktiekurs	52,6 kr	
EBITDA, just.	0,9%	-0,5%	Tillväxt	4%	11%	8%	4%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-5,0%	-0,6%	EBITDA, just.	134	155	173	180	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	101	125	147	156		
Q2 - rapport	16 augusti 2024		EPS, just.	3,0	3,7	4,6	4,9		
Q3 - rapport	15 november 2024		EPS-tillväxt, just.	49%	24%	24%	6%		
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	13,9	14,7	16,3	18,0		
Antal aktier	25m		Utdelning per aktie	3,0	3,0	3,2	3,3		
Börsvärde	1 323		EBIT-marginal	11,5%	13,0%	14,1%	14,3%		
Nettoskuld	129		ROE, just.	22,5%	26,1%	30,0%	28,6%		
EV	1 452		ROCE, just.	25,5%	31,7%	34,9%	33,8%		
Free float	87%		EV/Sales	1,4x	1,5x	1,4x	1,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	31k		EV/EBITDA	9,4x	9,3x	8,4x	8,1x		
Bloomberg Ticker	BORG SS EQUITY		EV/EBIT	12,4x	11,6x	9,9x	9,3x		
Analytiker			P/E, just.	14,8x	14,1x	11,3x	10,7x	Intressekonflikter	
Hjalmar Jernström			P/EK	3,2x	3,6x	3,2x	2,9x	Yes	No
hjalmar.jernstrom@carnegie.se			Direktavkastning	6,7%	5,7%	6,1%	6,3%	Likviditetsgarant	✓
			FCF yield	10%	7%	9%	10%	Certified adviser	✓
			Nettoskuld/EBITDA	0,1x	0,0x	-0,3x	-0,5x	Transaktioner 12m	✓

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 mer än 20% av omsättningen 2023.

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 2021–2023 och 5–11% för koncernen under perioden 2014–2023.

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 värderingsgapet.

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 Nederländerna och Sverige som tillsammans stod för 58% av varumärkesförsäljningen 2023. Produktområdet underkläder stod 2023 för 55% av omsättningen, medan sportkläder stod för 21%. 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 60-72 kr per aktie (61-63 kr)

Kvartalet i detalj

Björn Borgs omsättning för Q1 uppgick till 257 mkr (247 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om 4%, varav 3,7% var organisk. Försäljningen i grossistsegmentet växte 4% y/y, drivet av 12% inom e-tailers, samtidigt som övrig försäljning inom grossistkanalen var i stort sett oförändrad y/y. Omsättningen inom konsumentdirekt-kanalen växte 13% y/y, drivet av en i stort sett oförändrad försäljning inom de 16 (19) egna butikerna. Egen online fortsätter växa starkt, och tillväxten i kanalen uppgick till 22% y/y. I övrigt redovisade Björn Borg inga större överraskningar kanalmässigt, och omsättningen var i linje med våra förväntningar om 258 mkr. Sportkläder växer 24% y/y och utgjorde 27% av total omsättning i Q1.

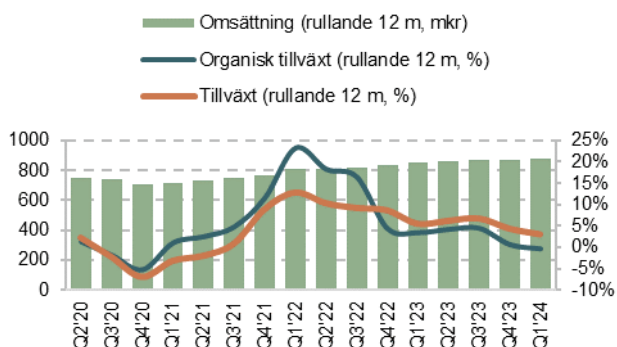
Rörelseresultatet uppgick till 33 mkr och var ca 6% under våra prognoser. Marknadsföringsinvesteringarna ökade som andel av omsättning i enlighet med vår förväntan. Vi bedömer att de kostnadsposter som var högre än vi räknat med, har icke återkommande karaktär och utgör därmed inte grund för några estimatjusteringar av kostnadsbasen. EPS var ca 25% lägre än våra prognoser, drivet av engångseffekter relaterade till valutaeffekter på balansräkningsposter. Kassaflödet pressas y/y, drivet av ökat rörelsekapitalbehov kopplat till integrationen av skoverksamheten, i enlighet med vad vi räknat med. Nedan sammanfattas samtliga avvikelser för Q1.

Figur 1: Avvikelsestabell

	2022			2023				Penser by Carnegie			2023	2024e	2025e	2026e
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1'24a	Q1'24e	Avv.				
Nettoomsättning	162	249	198	247	166	262	198	257	258	0%	872	966	1 041	1 088
Tillväxt y/y	-1%	4%	10%	9%	3%	5%	0%	4%	4%	0%	4%	11%	8%	5%
Organisk	-4%	0%	4%	5%	-2%	1%	-3%	0%			0%			
Valuta + förvärv	3%	4%	6%	4%	5%	5%	3%	4%			4%			
Bruttoresultat	88	120	103	129	92	138	112	137	140	-2%	471	528	579	608
Bruttomarginal	54%	48%	52%	52%	56%	53%	57%	53%	54%	-1%	54%	55%	56%	56%
EBITDA	14	39	16	40	16	49	28	42	43	-3%	134	155	173	180
EBITDA-marg.	9%	16%	8%	16%	10%	19%	14%	16%	17%	0%	15%	16%	17%	17%
EBIT	5	31	8	31	8	41	20	33	36	-6%	101	125	147	156
EBIT-marg.	3%	12%	4%	13%	5%	16%	10%	13%	14%	-1%	12%	13%	14%	14%
Finansiellt netto	-1	-0	-1	-1	-3	-0	1	-7	-0	N.m	-3	-7	-1	-1
Inkomstskatt	-4	-8	-1	-6	-1	-9	-6	-6	-7	N.m	-22	-24	-30	-31
Nettoresultat	0	22	1	25	4	32	15	21	28	-25,1%	76	94	117	124
EPS, justerad (kr)	0,01	0,88	0,21	0,99	0,17	1,27	0,59	0,84	1,13	-25,1%	3,02	3,73	4,64	4,92

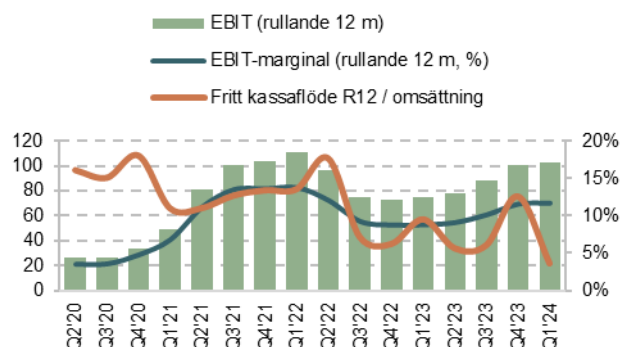
Källa: Pensar by Carnegie

Figur 2: Omsättning och tillväxt (rullande 12 m)



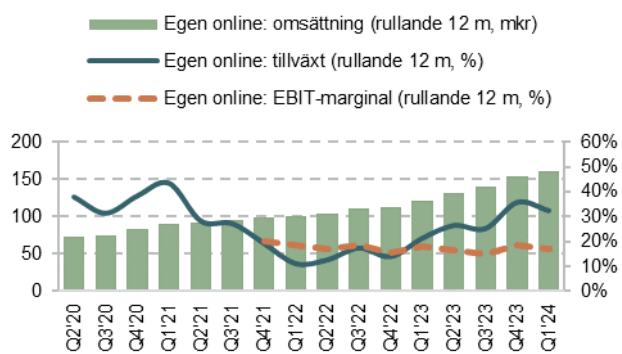
Källa: Pensar by Carnegie

Figur 3: EBIT och marginal (rullande 12 m)



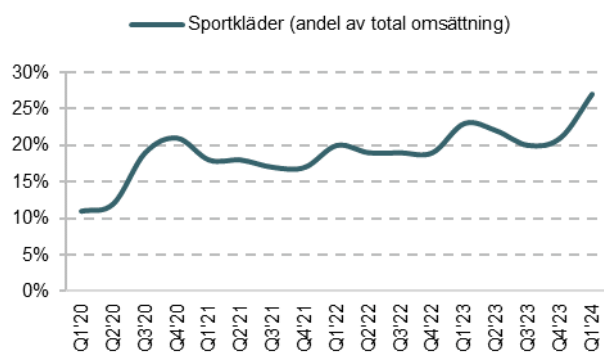
Källa: Pensar by Carnegie

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



Källa: Penser by Carnegie

Figur 5: Sportkläder (andel av total omsättning)



Källa: Penser by Carnegie

Estimatjusteringar och värdering

Estimatjusteringar

Vi justerar våra tillväxtprognoser för 2024 endast marginellt. Vi räknar fortsatt med god tillväxt drivet av framgångsrik integrering av skoförsäljningen, som i och med integrering kommer att integreras i försäljningen. För 2025 räknar vi med ett tillskott om 54 mkr från skoförsäljningen. Vi justerar tillväxtförväntningarna för 2025-2026 med -1,3% för båda åren vilket kommer av valutaeffekter. Vi justerar ned EPS-prognosen för 2024 med 5% för att reflektera den valutarelaterade engångsposten i Q1. Vi gör endast marginella justeringar av EBITDA- och EPS-prognoser för 2025-2026.

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vi använder fortsatt en multipelansats som baseras på en separat värdering av försäljning via den egna onlinekanalen (16x EBIT NTMe) och övrig försäljning (9x EBIT NTMe). Multipelvärderingen indikerar ett värde om 62 kr per aktie, och DCF-modellen 65 kr. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 60-72 kr per aktie (61-63 kr)

Multipelansats

Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 16x EBIT för kommande tolv månadersperiod (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 multiplar. Nedan sammanfattas vår multipelansats och känslighetsanalys.

Figur 6: Värdering: multipelansats

Värdering		Känslighetsanalys				
		EV/EBIT egen online (x) NTM				
		12	14	16	18	20
Aktier	25 148					
Nettoskuld	129 031					
Multipel (egen online EBIT NTM x)	16					
Multipel (Affärer+ e-tailers EBIT NTM x)	9					
Bolagsvärde	1 676 747					
Justering nettoskuld	-129 031					
Värde	1547 716					
Motiverat värde per aktie (SEK)	62					

	EV/EBIT övrigt NTM	7	8	9	10	11
		46	51	56	61	65
		49	54	59	64	68
		52	57	62	66	71
		55	60	64	69	74
		58	62	67	72	77

Källa: Penser by Carnegie

Figur 7: Jämförelsebolag

	Börsvärde Mkr	EV/EBIT			P/E			Fritt kassaflöde/oms.		
		24e	25e	26e	24e	25e	26e	LTM	24e	25e
RVRC Holding	5 872	14,1	12,4	12,4	18,7	16,6	16,6	10%	16%	19%
Under Armour	31 398	9,8	8,8	8,8	11,1	10,1	10,1	-3%	4%	2%
Fenix Outdoor International	9 382	11,7	11,0	11,0	14,8	13,4	13,4	7%	14%	15%
NIKE	1482 694	19,9	17,8	17,8	23,3	20,6	20,6	9%	10%	11%
adidas	486 004	43,8	24,3	24,3	73,2	33,4	33,4	N.m	4%	6%
PVH	72 064	10,9	9,9	9,9	10,6	9,3	9,3	8%	8%	8%
Boozt	8 877	18,8	15,5	15,5	25,2	20,2	20,2	0%	5%	8%
Zalando	76 746	18,6	13,7	13,7	32,2	22,9	22,9	-2%	1%	2%
XXL	1826	N.m	23,6	23,6	N.m	77,0	77,0	-2%	0%	2%
boohoo group	6 314	N.m	N.m	N.m	N.m	N.m	N.m	3%	5%	5%
Foot Locker	22 417	20,0	14,2	14,2	14,3	9,9	9,9	17%	9%	7%
PUMA	91 622	13,7	11,6	11,6	21,8	17,3	17,3	3%	5%	5%
Columbia Sportswear	52 957	16,7	14,6	14,6	21,4	19,2	19,2	17%	9%	7%
Average exkl Björn Borg	180 629	15,2	13,6	13,6	20,5	20,8	20,8	5%	7%	8%
Median exkl Björn Borg	31 398	14,1	13,7	13,7	18,7	17,3	17,3	3%	5%	7%
Björn Borg	1 323	11,6	9,9	9,9	14,1	11,3	10,7	13%	10%	12%

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 reduktion 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 66 kr per aktie.

Figur 8: DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1168 195	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	1,0%
Nuvärdet av terminalvärde	601931	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,0%
Företagsvärde (EV)	1770 126	Market cap-premie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	129 031	Extra riskpremie	-1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	11%	Rörelsekapital, % av omsättning	-2,6%
Eget kapital	1641095	Skattesats			20,4%
Antal utstående aktier, full utspädning	25 148				
Eget kapital per aktie	66				

Källa: Penser by Carnegie

Figur 9: 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%
WACC	10,0%	70	71	73	75	77	WACC	10,0%	56	64	73	82	90
	10,5%	67	68	70	71	73		10,5%	53	61	70	78	86
	11,0%	64	65	66	68	69		11,0%	52	59	66	74	81
	11,5%	62	63	64	65	66		11,5%	50	57	64	71	78
	12,0%	59	60	61	62	63		12,0%	48	55	61	68	74

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	710	757	705	768	835	872	966	1 041	1 088
Övriga rörelseintäkter	7	22	29	28	26	20	21	22	22
Totala intäkter	717	779	734	796	861	892	987	1 063	1 110
Kostnad sålda varor	-303	-351	-335	-352	-411	-401	-438	-461	-480
Bruttoresultat	414	428	399	444	450	491	549	601	630
Försäljningskostnader	-137	-150	-130	-126	-141	-135	-156	-175	-185
Övriga rörelsekostnader	-198	-169	-195	-179	-201	-222	-237	-253	-266
EBITDA	80	109	75	140	108	134	155	173	180
EBITDA, justerad	80	109	75	140	108	134	155	173	180
EBITA, justerad	80	109	75	140	108	134	155	173	180
Avskrivningar immateriella tillgångar	-9	-57	-41	-36	-35	-33	-30	-26	-24
EBIT	71	51	34	104	73	101	125	147	156
EBIT, justerad	71	51	34	104	73	101	125	147	156
Finansnetto	3	-3	-16	3	-2	-3	-7	-1	-1
Resultat före skatt	74	49	18	107	70	98	118	146	155
Resultat före skatt, justerad	74	49	18	107	70	98	118	146	155
Total skatt	-14	-10	1	-21	-20	-22	-24	-30	-31
Nettoresultat	60	39	19	86	51	76	94	117	124
Nettoresultat, justerad	60	39	19	86	51	76	94	117	124
Omsättningstillväxt	Neg.	9%	-6%	8%	8%	4%	11%	8%	4%
Bruttomarginal	57,4%	53,7%	52,5%	54,2%	50,8%	54,0%	54,7%	55,7%	55,9%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	13,0%	14,1%	14,3%
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	3,73	4,64	4,92
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-35%	-52%	357%	-41%	49%	24%	24%	6%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	71	51	34	104	73	101	125	147	156
Övriga kassaflödesposter	6	40	20	33	35	-6	-1	-4	-8
Förändringar i rörelsekapital	-54	21	89	-23	-48	27	-14	-9	-6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	23	113	143	114	60	121	110	134	142
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-9	-5	-6	-8	-9	-12	-11	-12
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-6	-9	-5	-6	-8	-9	-12	-11	-12
Fritt kassaflöde	16	104	137	108	52	112	99	123	130
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
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-59	-54	-3	-94	-136	-102	-81	-78	-83
Kassaflöde	-43	50	134	15	-83	11	18	44	47
Nettoskuld	114	262	86	37	66	16	-5	-50	-98

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
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	17	20
Finansiella anläggningstillgångar	23	15	16	14	13	12	12	12	12
Övriga anläggningstillgångar	0	131	57	55	53	44	29	16	3
Summa anläggningstillgångar	271	397	322	317	313	304	288	275	265
Varulager	140	128	123	152	201	184	184	198	207
Kundfordringar	130	125	84	92	104	99	116	125	131
Övriga omsättningstillgångar	14	20	20	23	19	17	29	31	33
Likvida medel och kortfristiga placeringar	36	29	70	97	16	27	43	85	130
Summa omsättningstillgångar	320	302	297	363	340	327	371	439	500
SUMMA TILLGÅNGAR	591	699	619	681	653	632	659	714	764
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	288	271	291	334	325	351	369	411	454
Minoritetsintressen	-6	-6	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	282	265	291	334	325	351	369	411	454
Långfristiga räntebärande skulder	150	150	99	80	0	0	0	0	0
Långfristiga leasingkulder	0	96	36	34	32	25	24	24	23
Övriga långfristiga skulder	47	40	39	42	40	40	40	40	40
Summa långfristiga skulder	197	287	174	155	72	65	64	63	63
Kortfristiga räntebärande skulder	0	7	0	0	30	0	0	0	0
Leverantörsskulder	38	56	77	97	106	136	126	135	141
Kortfristiga leasingkulder	0	37	21	20	19	17	13	11	8
Övriga kortfristiga skulder	75	48	55	74	101	62	87	94	98
Summa kortfristiga skulder	112	148	154	191	256	216	226	240	248
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	591	699	619	681	653	632	659	714	764

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	9%	-6%	8%	8%	4%	11%	8%	4%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	36%	-31%	87%	-23%	24%	16%	11%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-28%	-34%	209%	-30%	38%	25%	17%	6%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-35%	-52%	357%	-41%	49%	24%	24%	6%
Bruttomarginal	57,4%	53,7%	52,5%	54,2%	50,8%	54,0%	54,7%	55,7%	55,9%
EBITDA-marginal	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	15,3%	16,1%	16,6%	16,5%
EBITDA-marginal, justerad	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	15,3%	16,1%	16,6%	16,5%
EBIT-marginal	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	13,0%	14,1%	14,3%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	13,0%	14,1%	14,3%
Vinst-marginal, justerad	8,4%	5,1%	2,7%	11,2%	6,1%	8,7%	9,7%	11,2%	11,4%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	14%	7%	28%	15%	22%	26%	30%	29%
ROCE, justerad	Neg.	12%	7%	24%	17%	26%	32%	35%	34%
ROIC, justerad	Neg.	11%	7%	28%	19%	27%	34%	41%	43%

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%
Leverantörsskulder / KSV	12%	16%	23%	28%	26%	34%	29%	29%	29%
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	2,4x	2,4x	2,3x

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	114	262	86	37	66	16	-5	-50	-98
Soliditet	48%	38%	47%	49%	50%	56%	56%	58%	59%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	1,0x	0,3x	0,1x	0,2x	0,0x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	2,4x	1,2x	0,3x	0,6x	0,1x	0,0x	-0,3x	-0,5x

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	3,73	4,64	4,92
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	3,73	4,64	4,92
FCF per aktie	0,65	4,13	5,45	4,30	2,09	4,46	3,93	4,88	5,18
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	14,7	16,3	18,0
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

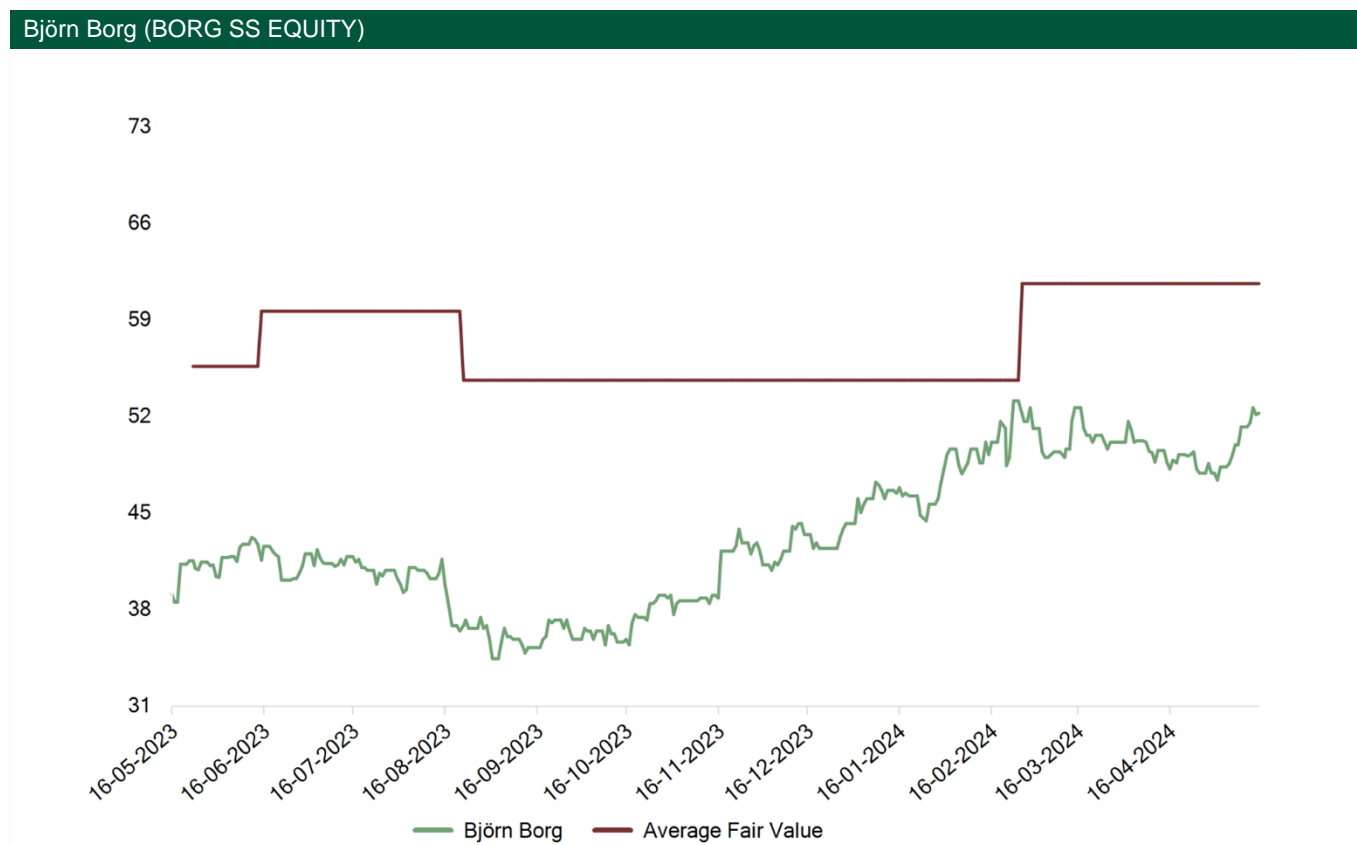
Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

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	14,1x	11,3x	10,7x
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	13,4x	10,8x	10,2x
FCF-yield	3%	16%	28%	9%	7%	10%	7%	9%	10%
Direktavkastning	10,3%	0,0%	7,6%	5,0%	6,5%	6,7%	5,7%	6,1%	6,3%
Utdelningsandel, justerad	84,3%	0,0%	>100%	73,1%	98,9%	99,3%	80,3%	68,9%	67,1%
EV/Sales	0,8x	1,1x	0,8x	1,6x	1,0x	1,3x	1,5x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	7,5x	8,2x	7,8x	9,3x	7,8x	8,5x	9,3x	8,4x	8,1x
EV/EBIT, justerad	8,4x	17,3x	17,3x	12,5x	11,5x	11,3x	11,6x	9,9x	9,3x
EV	595	891	583	1 302	840	1 138	1 452	1 452	1 452
Aktiekurs	19,4	25,3	19,8	50,3	30,8	44,6	52,6	52,6	52,6

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde



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 analytjänsterna 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-multiplar, 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 företagens 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 aktieanalys 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 intyggar, 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 relaterat 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 tillkännagiven 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 iakttagit tillämpliga förfaranden. 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. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter 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, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). 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 auktoriserad 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 ansvarar för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- 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 auktoriserad 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 framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet 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 innehas 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