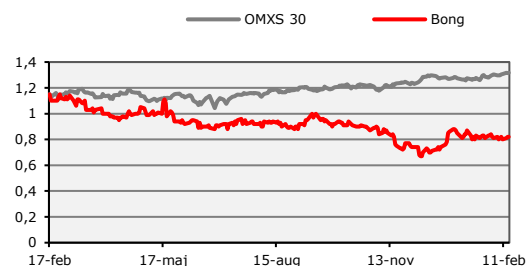


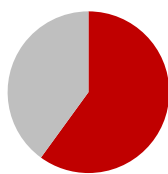
Sammanfattning
Bong (BOLJ.ST)
Ett par ljusglimtar

- Avslutningen på fjolåret blev helt ok och utfallet i Q4-rapporten prickade denna gång våra förväntningar. Resultatet är fortfarande blygsamt, men både bruttomarginal och EBITDA-marginal förbättrades något, vilket är lite av ett trendbrott.
- Kuvertmarknaden minskade 5% i Q4 och bolaget räknar med en likartad trend under 2017. Det ser däremot klart ljusare ut inom förpackningar där de visade en hygglig tillväxt, +8% i Q4 verkar inte vara någon tillfällighet.
- Våra prognoser är i huvudsak oförändrade. Q4 är det säsongsmässigt klart starkaste kvartalet och därför kanske svårt att dra långtgående slutsatser ifrån. Motiverat värde i vårt Base case är därför oförändrat strax över 1 SEK per aktie. Värderingsintervallet är dock betydande (0,5-2 SEK per aktie) då Bong har både en rejäl operativ- och finansiell hävstång.

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 184 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Håkan Gunnarsson
 Styrelseordf: Christian Paulsson

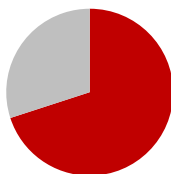

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



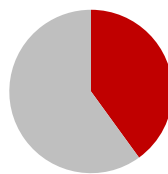
6,0 poäng

Ägarskap



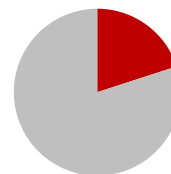
7,0 poäng

Vinstutsikter



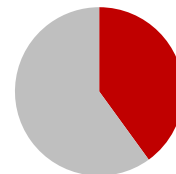
4,0 poäng

Lönsamhet



2,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 345	2 135	2 061	1 997	1 957	Aktiekurs (SEK)	0,9
Tillväxt	-7%	-9%	-3%	-3%	-2%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	70	61	92	103	100	Börsvärde (MSEK)	184
EBITDA-marginal	3%	3%	4%	5%	5%	Nettoskuld (MSEK)	315
EBIT	-5	9	43	60	60	Free float (%)	70 %
EBIT-marginal	0%	0%	2%	3%	3%	Dagl oms. ('000)	180
Resultat före skatt	-60	393	-5	20	26		
Nettoresultat	-64	295	-4	18	23		
Nettomarginal	Neg	14%	0%	1%	1%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,41	-0,64	-0,02	0,09	0,11	Henrik Alveskog	
P/E (just)	Neg	Neg	Neg	10,1	7,9	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2		
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,1	4,1	3,9		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Ett par ljusglimtar

Bong fick en ganska hygglig avslutning på 2016 och redovisar siffror som hamnade väldigt nära våra prognoser. På den positiva sidan noterar vi förpackningar som visade bättre tillväxt och bruttomarginalen som tog ett litet kliv uppåt. Nedgången på kuvertsidan har pressat bruttoresultatet, men uppenbarligen kompenseras detta av tillväxten inom förpackningar som givetvis är betydligt mer lönsam. Marknadsläget och utsikterna ser ut ungefär som de har gjort under senare tid: fortsatt prispress och sjunkande volymer på kuvertmarknaden. Inom förpackningar finns däremot segment som växer. För Bong gäller det att fortsätta hålla en fot på bromsen och en på gasen.

		Förväntat vs. utfall			
(MSEK)		Q4'15	Q4'16P	Utfall	Diff
<i>Tillväxt inom förpackningar</i>	Försäljning	613	580	579	0%
	varav Förpackningar	115	120	124	3%
<i>Resultat ~som väntat</i>	Bruttoresultat	116	112	117	4%
	EBIT, ex e.o.	13	29	26	-10%
	E.o. (netto)	-12	-12	-11	-8%
	EBIT	1	17	15	-12%
	Resultat före skatt	-15	5	0	n.m.
	Försäljningstillväxt	-9%	-5%	-6%	
	Bruttomarginal	18,9%	19,3%	20,2%	
EBITmarginal, ex e.o.	2,1%	5,0%	4,5%		

Källa: Bong, Redeye Research

Totalt sett minskade försäljningen med 6% jämfört med Q4-15. Förpackningar +8% medan resten (kuvert och tilltryck) således sjönk med 8-9%. Både bruttomarginal och EBITDA-marginal exklusive e.o. poster förbättrades Y/Y vilket förhoppningsvis markerar ett trendbrott mot den tidigare utvecklingen. Kassaflödet var starkt under det fjärde kvartalet, 33 MSEK före investeringar och nettolåneskulden minskade till 315 MSEK.

Kvartalsvis utveckling									
(MSEK)		Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16
Försäljning		639	533	560	613	567	500	489	579
varav Förpackningar		102	86	95	115	89	92	94	124
Bruttoresultat		120	79	91	116	101	78	77	117
EBITDA, ex e.o.		33	16	20	37	24	5	10	39
EBIT		-2	-6	3	1	11	-8	-10	15
Finansnetto		-14	-14	-12	-16	421	-10	-12	-15
Resultat före skatt		-16	-20	-9	-15	432	-18	-22	0
Försäljningstillväxt		-3%	-10%	-7%	-9%	-11%	-6%	-13%	-6%
Bruttomarginal		18,8%	14,8%	16,3%	18,9%	17,8%	15,6%	15,8%	20,2%
EBITDA-marginal, ex e.o.		5,2%	2,9%	3,5%	6,0%	4,3%	1,1%	2,0%	6,8%
Nettolåneskuld		800	847	861	837	293	300	347	315

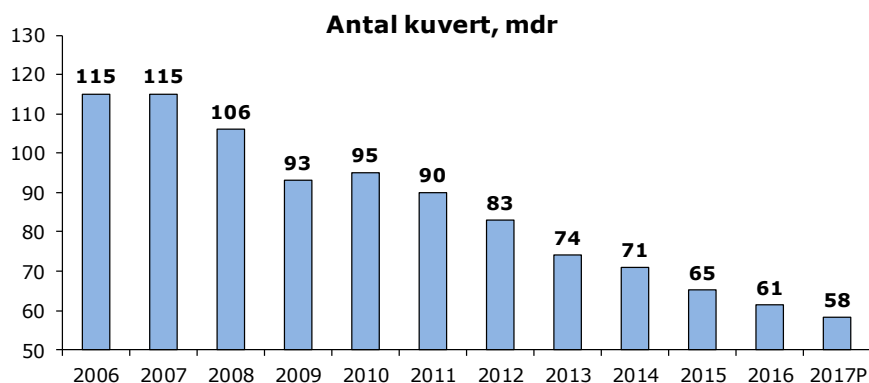
Källa: Bong, Redeye Research

Kuvertmarknaden: minus 5% per år

Grafen nedan visar utvecklingen för den europeiska kuvertmarknaden. De senaste 10-12 åren har volymerna minskat med i genomsnitt 5 procent per år. Värdet har säkerligen minskat ännu mer då prispressen har varit betydande. Volymerna sjönk med cirka 5 procent även under avslutningen på fjolåret och Bong räknar med en likartad utveckling under 2017.

Stort behov av ytterligare konsolidering

Branschen har en betydande överkapacitet och behovet av konsolidering är uppenbart. De tre största producenterna: Bong, Mayer och Tompla har tillsammans omkring 60 procent av marknaden. Men tyvärr har det inte hjälpt då det finns en mängd med mindre aktörer som i många fall kan erbjuda likvärdiga produkter. Det är tråkigt att behöva säga det, men branschen skulle behöva en rejäl utslagning för att kunna komma tillbaka till en rimlig lönsamhet. Bong kommer säkert att fortsätta skala ner men vi tror inte att det kommer några drastiska åtgärder de närmaste åren.

Kuvertmarknaden i Europa

Källa: FEPE (Europeisk branschförening), Bong.

Lätta förpackningar

Bongs har en blandad produktpalet inom förpackningsområdet. Ett par segment har gått riktigt bra under senare tid och får nu allt större genomslag i de totala siffrorna i takt med att de fortsätter växa. Dessa riktar sig främst mot e-handel och detaljhandel.

Retail Solutions växer så det knakar

Bong Retail Solutions, som till stor del består av presentpåsar och bärkassar, omsatte 80 MSEK under 2015 och sannolikt nära 100 MSEK under 2016. Den accelererande tillväxten beror främst på en satsning inom segmentet bärkassar tillverkade av papp där de investerade i ny kapacitet under fjolåret. Allt fler kunder inom detaljhandeln efterfrågar dessa som alternativ till plastpåsar. Bong räknar med att denna marknad kommer fortsätta växa under många år framöver till följd av EU-lagstiftning som successivt är på väg att förbjuda plastpåsar inom detaljhandeln.

Prognoser

Små prognosförändringar

Våra prognosförändringar med anledning av Q4-rapporten är väldigt små då den inte innehöll några större överraskningar. Vi höjer tillväxtprognosen något för segmentet förpackningar. Från tidigare 5 till 7 procent under perioden 2017-19. Resultatet borde förbättras i takt med volymökningen.

För kuvertsidan räknar vi med en fortsatt nedgång om 5-6 procent årligen. Jämfört med utfallet 2016 borde lönsamheten kunna förbättras då effekterna av olika rationaliseringsåtgärder får full effekt. Exempelvis stängdes en tillverkningsenhet i Luxemburg i slutet av fjolåret och produktionen flyttas över till en befintlig fabrik i Frankrike. Men det kommer givetvis krävas fler och ständiga åtgärder för att effektivisera och anpassa organisationen. Under 2016 belastades resultatet med strukturkostnader om 18 MSEK. Våra prognoser inkluderar liknande kostnader om 20 MSEK per år, även under de kommande åren.

Stigande marginaler i takt med ökad andel förpackningar

I takt med att förpackningar ökar som andel av koncernens totala försäljning bör bruttomarginalen förbättras. Bong räknar själva med ett blygsamt investeringsbehov och ser möjligheter att trimma rörelsekapitalet ytterligare vilket gör att kassaflödet bör bli högre än nettoresultatet.

Observera att den historiska resultatfördelningen i tabellen nedan är Redeyes uppskattning. Bong redovisar försäljningen inom förpackningar medan resultatet enbart rapporteras aggregerat för koncernen.

Redeyes prognoser						
MSEK	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kuvert						
Omsättning	2118	1947	1736	1634	1540	1469
tillväxt	-1%	-8%	-11%	-6%	-6%	-5%
EBIT *	-10	6	11	38	48	46
EBIT-marginal	neg	0,3%	0,6%	2,3%	3,1%	3,1%
Lätta förpackningar						
Omsättning	415	398	399	427	457	489
tillväxt	-1%	-4%	0%	7%	7%	7%
EBIT *	19	20	16	26	32	34
EBIT-marginal	4,5%	5,0%	4,0%	6,0%	7,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinster mm	-132	-21	-18	-20	-20	-20
Summa omsättning	2533	2345	2135	2061	1997	1957
tillväxt	-1%	-7%	-9%	-3%	-3%	-2%
Bruttoresultat	467	406	373	377	379	382
Bruttomarginal	18,4%	17,3%	17,5%	18,3%	19,0%	19,5%
EBITDA, exkl e.o.	110	92	79	107	120	110
D.o. marginal	4,3%	3,9%	3,7%	5,2%	6,0%	5,6%
EBIT	-123	-5	9	43	60	60
Finansnetto **	-55	-55	384	-48	-39	-34
Resultat före skatt	-178	-60	393	-5	20	26

* Redeyes egen uppskattning avseende tidigare år.

** Varav e.o. poster +427 MSEK år 2016 som följd av refinansieringen.

Källa: Bong årsredovisning, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
Drygt 1 krona per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 535 MSEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld, 315 MSEK blir motiverat börsvärde 220 MSEK, **eller 1,04 kronor per aktie**. Det är i princip helt oförändrat jämfört med i vår senaste analysuppdatering, per 21 november 2016.

Vår värdering baseras på nuvarande antal aktier och beaktar inte utspädningseffekten av de 40 miljoner utestående teckningsoptionerna. Då teckningskursen är 1,15 SEK är det också osäkert om de kommer att nyttjas. Maximalt kan det tillkomma 40 miljoner nya aktier till och med februari 2019. Med utgångspunkt i vår nuvarande värdering skulle utspädningseffekten dessutom bli positiv eftersom nettoskulden i så fall skulle reduceras med 46 MSEK, vilket mer än väger upp för det högre antalet aktier.

WACC

Antagen WACC: 15%

Avkastningskravet (WACC) som har använts är 15,0 procent. Vår WACC räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagsspecifika risken och berör allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning.

Störst förbättringspotential avseende vår Rating har Bong inom Lönsamhet och Finansiell styrka som kommer höjas i takt med att bolaget visar förbättrad och uthållig lönsamhet. Det skulle då motivera ett lägre avkastningskrav och högre värdering, allt annat lika.

Långsiktiga antaganden för tillväxt och lönsamhet

I takt med att Bongs förpackningsverksamhet växer kommer den negativa tillväxten på koncernnivå att plana ut. För perioden 2020-25 har vi antagit nolltillväxt. Genomsnittlig uthållig rörelsemarginal antas bli 3,0 procent. Det förutsätter att förpackningar utgör en växande andel samtidigt som vi tar höjd för behov av nya omstruktureringar, sämre konjunktur och andra eventuella problem som bolaget kan stöta på under denna period.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC					
14,0%	0,83	1,02	1,21	1,41	1,61
15,0%	0,69	0,86	1,04	1,21	1,39
16,0%	0,57	0,73	0,88	1,04	1,20

Källa: Redeye Research

Låga multiplar avspeglar osäkerhet

Baserat på våra prognoser handlas aktien fortfarande till klart låga multiplar. EV/EBITDA är den mest relevanta då den beaktar både att nettoskulden är stor (relativt börsvärdet) och att avskrivningarna är höga (relativt investeringsbehovet). EV/EBITDA omkring 5-6x är inte unikt, men bland de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen.

EV/EBITDA omkring 5-6x

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 0,86 SEK	2015	2016	2017E	2018E	2019E
P/E	neg	neg	-42,4	9,9	7,8
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,4	4,8	4,9
EV/EBIT	neg	55,6	11,6	8,3	8,2

P/E 2016E justerat för e.o. poster.

Källa: Redeye Research

Scenarios

Vårt huvudscenario (Base case) som beskrevs ovan är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde **strax över 1 SEK per aktie**. Det finns definitivt möjlighet att bolaget utvecklas klart bättre, men också sämre. Vi har därför skissat på ett par scenarier som åskådliggör sådana utfall.

Bull case bygger på att bolaget kan börja växa igen och att det sker med förbättrad lönsamhet. Om expansionen inom förpackningsområdet blir riktigt stark kan koncernen visa positiva tillväxttal och högre marginaler än vi har räknat med. I tabellen nedan markeras ett grönt fält som vi anser vara möjligt utfall, om än ganska optimistiskt. Då kan ett motiverat värde på aktien hamna **nära 2 SEK**.

Bear case kan bli utfallet om nedgången på kuvertmarknaden accelererar och ger tilltagande prispress och behov av återkommande stora strukturåtgärder. Det kan också ske i kombination med att bolagets förpackningsrörelse inte lyfter intäkts- och lönsamhetsmässigt. Det ljusröda fältet i tabellen markerar ett tänkbart utfall avseende tillväxt och uthålliga marginaler i detta scenario. Motiverat värde blir då inte högre än **cirka 0,5 SEK per aktie**.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Årlig tillväxt 2020-25					
-3,0%	0,30	0,59	0,89	1,18	1,49
0,0%	0,35	0,69	1,04	1,39	1,75
3,0%	0,40	0,79	1,20	1,60	2,01
6,0%	0,46	0,90	1,36	1,81	2,28

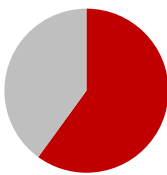
Källa: Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

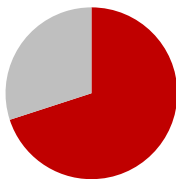
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

Ledning 6,0p



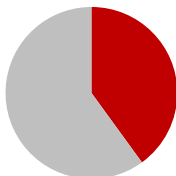
Ledningen har lång och god branscherfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt präglats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa rapporteringen är inte särskilt transparent vilket försvårar insynen och möjligheten att bedöma verksamheten.

Ägarskap 7,0p



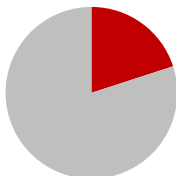
Bong får höga poäng då Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin sitter i styrelsen. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital vid behov. För ett ännu högre betyg krävs att fler ledande befattningshavare ökar sina aktieinnehav.

Vinstutsikter 4,0p



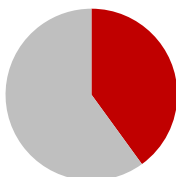
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar och bättre uthållighet. Kuvertbranschen kommer knappast attrahera nya aktörer, men kakan krymper successivt vilket gör att priskonkurrensen förväntas bestå.

Lönsamhet 2,0p



Trenden är klart osäker och effekterna av strukturåtgärderna är ännu svåra att bedöma fullt ut. Möjligen kommer lönsamheten stabiliseras på en högre nivå än vi idag anar. Eftersom avskrivningarna är klart högre än investeringsbehovet är kassaflödet som regel också starkare än det redovisade resultatet. Historiken är emellertid så pass svag att betyget hamnar en bit under genomsnittet. Vi mäter bland annat avkastning på eget kapital samt nettomarginal. Även om bolaget nu kommer visa en skaplig lönsamhet har de långt kvar innan dessa kan bidra till ett avsevärt lyft av ratingen inom denna kategori.

Finansiell styrka 4,0p



Skuldsättningsgraden är nu mera rimlig och de räntebärande skulderna är i princip uteslutande långfristiga. Verksamheten är diversifierad med en bred kundbas men det finns inslag av konjunkturkänslighet. Dessutom kommer behovet av strukturåtgärder sannolikt återkomma. Räntetäckningsgraden har givetvis förbättrats radikalt efter refinansieringen men vi är fortfarande osäkra på hur god den kommer att vara.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	2 345	2 135	2 061	1 997	1 957
Summa rörelsekostnader	-2 275	-2 074	-1 969	-1 894	-1 857
EBITDA	70	61	92	103	100
Avskrivningar materiella tillg.	-64	-44	-42	-37	-34
Avskrivningar immateriella tillg.	-11	-8	-6	-6	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-5	9	43	60	60
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-55	384	-48	-40	-34
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-60	393	-5	20	26

Skatt	-4	-96	1	-2	-3
Nettoreultat	-64	295	-4	18	23

Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	244	90	82	80	78
Kundfordringar	296	276	266	258	253
Lager	212	187	185	180	176
Andra fordringar	81	80	80	80	80
Summa omsätt.	832	632	614	598	588
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	235	229	202	184	175
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	4	2	2	2	2
Goodwill	557	563	563	563	563
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	47	38	36	35	34
Övr. anlägg. tillg.	3	1	1	1	1
Summa anlägg.	845	833	804	786	776
Uppsk. skatteford.	252	144	144	144	144
Summa tillgångar	1929	1609	1562	1528	1508

Skulder	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	210	210	206	200	196
Kortfristiga skulder	220	3	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	274	269	269	269	269
Summa kort. skuld	705	482	476	469	465
Räntebr. skulder	861	402	366	319	280
L. icke räntebr.skulder	2	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	1568	884	841	788	745
Uppskj. skatteskuld	33	25	25	25	25
Avsättningar	11	4	4	4	4
Eget kapital	313	694	690	708	731
Minoritet	4	4	4	4	4
Minoritet & E. Kap.	317	697	693	712	735
Summa skulder och E. Kap.	1929	1609	1562	1528	1508

Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	2 345	2 135	2 061	1 997	1 957
Sum rörelsekost.	-2 275	-2 074	-1 969	-1 894	-1 857
Avskrivningar	-75	-52	-49	-43	-40
EBIT	-5	9	43	60	60
Skatt på EBIT	0	-1	-5	-7	-7
NOPLAT	-5	8	38	53	54
Avskrivningar	75	52	49	43	40
Bruttokassaflöde	70	60	87	97	94
Föränd. i rörelsekap	-144	40	7	8	5
Investeringar	76	-40	-20	-25	-30
Fritt kassaflöde	3	60	74	79	68

Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	16%	43%	44%	47%	49%
Skuldsättningsgrad	345%	58%	53%	45%	38%
Nettoskuld	837	315	284	240	202
Sysselsatt kapital	1 154	1 012	977	951	937
Kapit. oms. hastighet	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	-7%	-9%	-3%	-3%	-2%
VPA-tillväxt (just)	-57%	-540%	-101%	-567%	27%

DCF värdering	WACC	15,0 %	Kassaflöden, MSEK	NPV FCF (2017-2019)	172
				NPV FCF (2020-2026)	163
				NPV FCF (2027-)	200
				Rörelsefrämjade tillgångar	90
				Räntebärande skulder	-405
				Motiverat värde MSEK	219

Antaganden 2020-2025	Genomsn. förs. tillv. FRIT-marginal	0,0 %	3,0 %	Motiverat värde per aktie, SEK	1,0
				Rörskurs, SEK	0,9

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	-19%	59%	-1%	3%	3%
ROCE	0%	1%	4%	6%	6%
ROIC	0%	1%	4%	5%	6%
EBITDA-marginal	3%	3%	4%	5%	5%
EBIT-marginal	0%	0%	2%	3%	3%
Netto-marginal	-3%	14%	0%	1%	1%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	-0,41	1,40	-0,02	0,09	0,11
VPA just	-0,41	-0,64	-0,02	0,09	0,11
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	5,34	1,49	1,34	1,13	0,96
Antal aktier	156,70	211,25	211,25	211,25	211,25

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	1 027,0	497,7	468,4	424,3	386,7
P/E	-2,9	-1,3	-47,2	10,1	7,9
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,1	4,1	3,9
EV/EBIT	-205,4	55,8	10,8	7,1	6,4
P/BV	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	15/17e
1 mån	8,8 %	Omsättning
3 mån	14,5 %	Rörelseresultat, just
12 mån	-24,4 %	V/A, just
Årets Början	1,2 %	EK

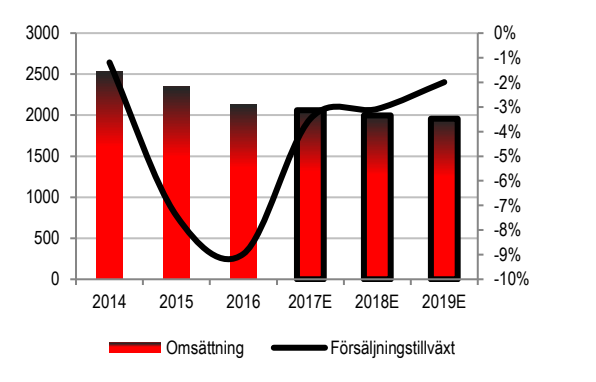
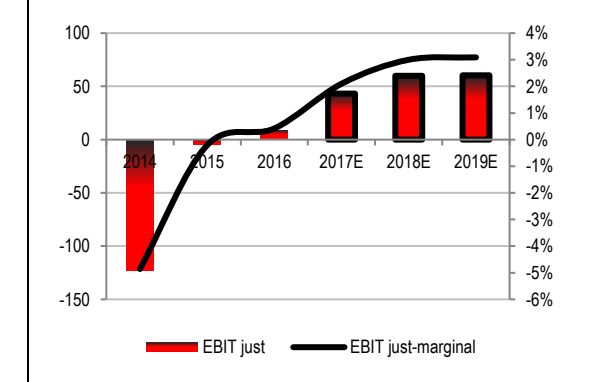
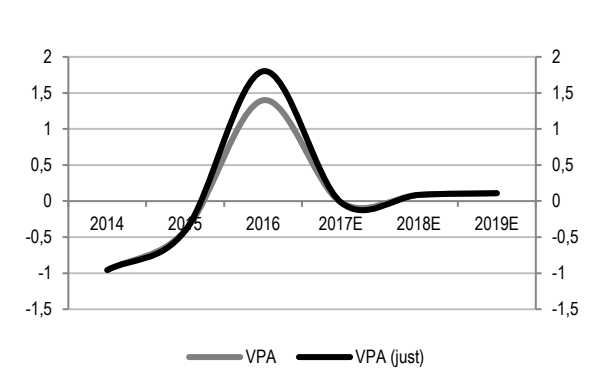
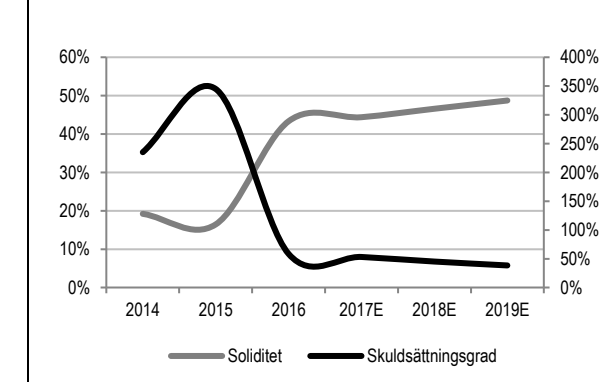
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
Svolder AB	7,9 %	7,9 %
Per-Arne Åhlgren m bolag	5,2 %	5,2 %
Ulf Tidholm	4,8 %	4,8 %
Paulsson Advisory AB	4,3 %	4,3 %
Avanza Pension	3,6 %	3,6 %
John Holtz Elvesjö	3,1 %	3,1 %
SEB Life	2,6 %	2,6 %
Clearstream Banking S.A.	2,5 %	2,5 %
Mexor i Skellefteå AB	1,8 %	1,8 %

Aktien	BOLJ.ST
Reuterskod	Small Cap
Lista	0,9
Kurs, SEK	211,2
Antal aktier, milj	183,8
Börsvärde, MSEK	

Bolagsledning & styrelse	Håkan Gunnarsson
VD	Pia Fjellander
CFO	
IR	
Ordf	Christian Paulsson

Nästkommande rapportdatum	May 17, 2017
Q1 report	July 12, 2017
Q2 report	

Analytiker	Redeye AB
Henrik Alveskog	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>2500</td> <td>-1%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>2300</td> <td>-3%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>2100</td> <td>-9%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>2100</td> <td>-3%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>2000</td> <td>-3%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>2000</td> <td>-2%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	2500	-1%	2015	2300	-3%	2016	2100	-9%	2017E	2100	-3%	2018E	2000	-3%	2019E	2000	-2%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>-120</td> <td>-5%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-10</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>10</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>40</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>60</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>60</td> <td>3%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2014	-120	-5%	2015	-10	0%	2016	10	1%	2017E	40	2%	2018E	60	3%	2019E	60	3%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	2500	-1%																																									
2015	2300	-3%																																									
2016	2100	-9%																																									
2017E	2100	-3%																																									
2018E	2000	-3%																																									
2019E	2000	-2%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	-120	-5%																																									
2015	-10	0%																																									
2016	10	1%																																									
2017E	40	2%																																									
2018E	60	3%																																									
2019E	60	3%																																									
<p>Vinst Per Aktie</p>  <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>-1,0</td> <td>-1,0</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-0,5</td> <td>-0,5</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>1,5</td> <td>1,5</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>0,0</td> <td>0,0</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>0,1</td> <td>0,1</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>0,1</td> <td>0,1</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2014	-1,0	-1,0	2015	-0,5	-0,5	2016	1,5	1,5	2017E	0,0	0,0	2018E	0,1	0,1	2019E	0,1	0,1	<p>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</p>  <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>20%</td> <td>250%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>15%</td> <td>350%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>48%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>48%</td> <td>50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	20%	250%	2015	15%	350%	2016	45%	50%	2017E	45%	50%	2018E	48%	50%	2019E	48%	50%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2014	-1,0	-1,0																																									
2015	-0,5	-0,5																																									
2016	1,5	1,5																																									
2017E	0,0	0,0																																									
2018E	0,1	0,1																																									
2019E	0,1	0,1																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	20%	250%																																									
2015	15%	350%																																									
2016	45%	50%																																									
2017E	45%	50%																																									
2018E	48%	50%																																									
2019E	48%	50%																																									
<p>Produktområden</p>	<p>Geografiska områden</p>																																										
<p>Intressekonflikter</p> <p>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Verksamhetsbeskrivning</p> <p>Bong är ett av Europas ledande företag i kuvertbranschen. Kuverten tillverkas vid egna anläggningar och säljs framförallt i norra och centrala Europa. Bong har också en omfattande verksamhet inom tilltryck för direktreklam och satsar särskilt på sina specialförpackningar för e-handel och detaljhandel.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeys analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeys analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeys analysbevakning

Redeys analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-02-17)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	41	19	9	20
3,5p - 7,0p	72	64	96	36	45
0,0p - 3,0p	9	18	8	78	58
Antal bolag	123	123	123	123	123

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.