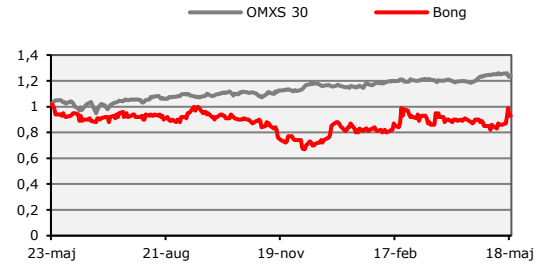


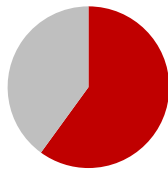
**Sammanfattning**
**Bong (BOLJ.ST)**
**Vinst på sista raden**

- Bong hade en bra inledning på året och redovisar svarta siffror även på sista raden. Omsättningen minskade som väntat under Q1 (-4% Y/Y), medan resultatet förbättrades något. EBIT 14 MSEK (exkl. e.o. intäkt) vs 11 MSEK Q1-16.
- Marknadsläget och utvecklingen inom Bong följer i huvudsak tidigare trender. Kuvert fortsätter att backa medan förpackningsområdet visar en hälsosam tillväxt om 10%, där kalendereffekten sannolikt gav lite extra lyft i kvartalet.
- Våra prognosjusteringar är enbart marginella. Ett lite lägre avkastningskrav gör att motiverat värde ökar något till omkring 1,1 SEK per aktie i vårt Base case. Värderingsintervallet är emellertid stort (0,6-2 SEK per aktie) och återspeglar en betydande osäkerhet till följd av både operativ- och finansiell hävstång.

Lista: Nasdaq Small Cap  
 Börsvärde: 190 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Håkan Gunnarsson  
 Styrelseordf: Christian Paulsson

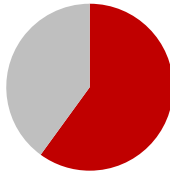

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



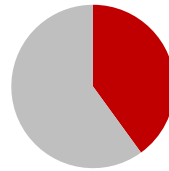
6,0 poäng

Ägarskap



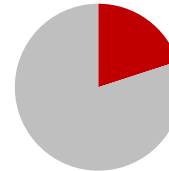
6,0 poäng

Vinstutsikter



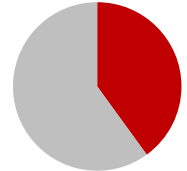
4,0 poäng

Lönsamhet



2,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

**Nyckeltal**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 345	2 135	2 034	1 972	1 933	Aktiekurs (SEK)	0,9
Tillväxt	-7%	-9%	-5%	-3%	-2%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	70	61	92	102	99	Börsvärde (MSEK)	190
EBITDA-marginal	3%	3%	5%	5%	5%	Nettoskuld (MSEK)	294
EBIT	-5	9	43	59	60	Free float (%)	70 %
EBIT-marginal	0%	0%	2%	3%	3%	Dagl oms. ('000)	160
Resultat före skatt	-60	393	-5	17	22		
Nettoresultat	-64	295	-4	14	19		
Nettomarginal	Neg	14%	0%	1%	1%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,41	1,80	-0,02	0,07	0,09	Henrik Alveskog	
P/E	Neg	0,5	Neg	13,3	10,2	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.

## Vinst på sista raden

Inledningen på året var riktigt skaplig och utfallet i Q1-rapporten blev något bättre än vi hade räknat med. Avvikelserna är förvisso små, men lite bättre resultat och ett bra kassaflöde hamnar på pluskontot. Glädjande också att förpackningar visade bra tillväxt, 10 procent Y/Y.

Resultatet innehåller en engångsintäkt om 5 MSEK, men även exkluderat denna var utfallet lite bättre Y/Y och över vår prognos. Försäljnings- och administrativa kostnader har fortsatt att sjunka medan bruttoresultatet var oförändrat. Marknadsläget och utsikterna beskrivs ungefär som tidigare, både avseenden kuvertmarknadens vikande trend och möjligheterna inom förpackningsområdet där Bong har ett par starka tillväxtsegment.

		<b>Förväntat vs. utfall</b>			
<b>(MSEK)</b>		<b>Q1'16</b>	<b>Q1'17P</b>	<b>Utfall</b>	<b>Diff</b>
<i>Förpackningar fortsätter att växa</i>	Försäljning	567	550	545	-1%
	varav Förpackningar	89	95	98	3%
<i>Resultat lite bättre än väntat</i>	Bruttoresultat	101	101	100	-1%
	EBIT, ex e.o.	11	11	14	24%
	E.o. (netto)	0	0	5	n.m.
	EBIT	11	11	19	n.m.
	Resultat före skatt *	432	-2	7	n.m.
	Försäljningstillväxt	-11%	-3%	-4%	
	Bruttomarginal	17,8%	18,4%	18,3%	
	EBIT marginal, ex e.o.	2,0%	2,0%	2,5%	

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

Källa: Bong, Redeye Research

Totalt sett minskade försäljningen med 4% Y/Y. Förpackningar +10% medan resten (kuvert och tilltryck) således sjönk med 6-7%. Bra kassaflöde, 22 MSEK efter investeringar, tack vare reducerat rörelsekapital och nettolåneskulden minskade till 294 MSEK.

<b>Kvartalsvis utveckling</b>							
<b>(MSEK)</b>	<b>Q3'15</b>	<b>Q4'15</b>	<b>Q1'16</b>	<b>Q2'16</b>	<b>Q3'16</b>	<b>Q4'16</b>	<b>Q1'17</b>
Försäljning	560	613	567	500	489	579	545
varav Förpackningar	95	115	89	92	94	124	98
Bruttoresultat	91	116	101	78	77	117	100
EBITDA, ex e.o.	20	37	24	5	10	39	25
EBIT	3	1	11	-8	-10	15	19
Finansnetto	-12	-16	421	-10	-12	-15	-12
Resultat före skatt	-9	-15	432	-18	-22	0	7
Försäljningstillväxt	-7%	-9%	-11%	-6%	-13%	-6%	-4%
Bruttomarginal	16,3%	18,9%	17,8%	15,6%	15,8%	20,2%	18,3%
EBITDA-marginal, ex e.o.	3,5%	6,0%	4,3%	1,1%	2,0%	6,8%	4,7%
Kassaflöde efter investeringar	-27	5	7	20	-23	23	22
Nettolåneskulden	861	837	293	300	347	315	294

Källa: Bong, Redeye Research

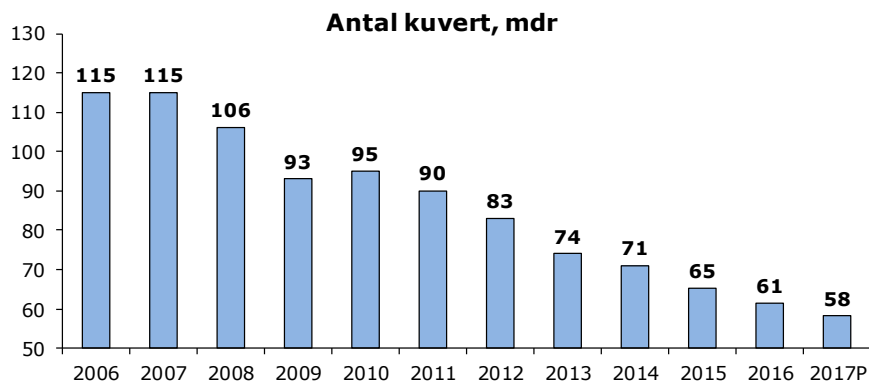
**Oförändrad trend på kuvertmarknaden: minus 5% per år**

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 under avslutningen på fjolåret och med cirka 3 procent nu i Q1. Beaktat att påsken inföll i Q2 blir nedgången sannolikt större under innevarande kvartal. Bong bedömer att volymerna för helåret 2017 kommer följa tidigare trend med en nedgång om cirka 5 procent.

*Konkurrent i  
rekonstruktion*

*Bong centraliserar*

Överkapaciteten i branschen är ett ständigt problem som dessutom växer i takt med de krympande volymerna. Ett relativt stort tyskt bolag, BlessOF som ingår i Mayer-Kuvert, har ansökt om rekonstruktion. BlessOF har cirka 140 anställda och tillverkar omkring 1 miljard kuvert per år. Om denna kapacitet helt försvinner kommer trycket åtminstone lätta något på de närliggande marknaderna. Bong kommer själva flytta över hela sin tilltrycksproduktion från norska Tönsberg till Kristianstad. De uppskattar den årliga besparingseffekten till 8 MSEK och kostnaderna är sannolikt relativt små. Enligt Bong har deras tidigare centraliseringar av verksamheter inom tilltryck varit lyckosamma med avseende på att behålla och serva kunderna från de nya tillverkningsenheterna.

**Kuvertmarknaden i Europa**

Källa: FEPE (Europeisk branschförening), Bong, Redeye Research.

**Lätta förpackningar**

Bong visar fortsatt god tillväxt inom förpackningsområdet drivet av Bong Retail Solutions presentpåsar och pappersbärkassar. Denna enhet redovisas inte separat men vi uppskattar att den nu omsätter drygt 100 MSEK på årsbasis och växer rejält. Vi har sett att de rekryterar ett antal nya medarbetare för att kunna expandera vidare. Både inom produktionen och den europeiska säljorganisationen. Tillverkningskapaciteten inom pappersbärkassar, som verkar stå för huvuddelen av lyftet, är enligt bolaget inget problem under de närmaste kommande åren.

## Prognoser

### Små prognosförändringar

Våra prognosförändringar är även denna gång väldigt små. Q1-rapporten innehöll inga stora överraskningar och marknadsläget ser ut att vara relativt oförändrat.

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 nu i år flyttas produktion från Tönsberg i Norge till Kristianstad. 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 cirka 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	2015	2016	2017P	2018P	2019P
<b>Kuvert</b>					
Omsättning	1947	1736	1607	1515	1444
tillväxt	-8%	-11%	-7%	-6%	-5%
EBIT *	6	11	33	47	45
EBIT-marginal	0,3%	0,6%	2,0%	3,1%	3,1%
<b>Lätta förpackningar</b>					
Omsättning	398	399	427	457	489
tillväxt	-4%	0%	7%	7%	7%
EBIT *	20	16	26	32	34
EBIT-marginal	5,0%	4,0%	6,0%	7,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinster mm (netto)	-21	-18	-15	-20	-20
<b>Summa omsättning</b>	<b>2345</b>	<b>2135</b>	<b>2034</b>	<b>1972</b>	<b>1933</b>
tillväxt	-7%	-9%	-4,7%	-3,1%	-2%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>406</b>	<b>373</b>	<b>372</b>	<b>375</b>	<b>377</b>
Bruttomarginal	17,3%	17,5%	18,3%	19,0%	19,5%
<b>EBITDA, exkl e.o.</b>	<b>92</b>	<b>79</b>	<b>102</b>	<b>119</b>	<b>109</b>
D.o. marginal	3,9%	3,7%	5,0%	6,0%	5,6%
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>43</b>	<b>59</b>	<b>60</b>
Finansnetto **	-55	384	-48	-42	-38
Resultat före skatt	-60	393	-5	17	22

\* 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:  
~1,1 krona per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 550 MSEK. Med avdrag för räntebärande skulder blir motiverat börsvärde drygt 230 MSEK, **eller 1,11 kronor per aktie**. Det är något högre än i vår senaste analysuppdatering, per 17 februari 2017, då motsvarande värde var 1,04 SEK per aktie. Skillnaden beror på ett lite lägre avkastningskrav (WACC), se nedan.

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 bli positiv eftersom nettoskulden i så fall reduceras med 46 MSEK, vilket mer än väger upp för det högre antalet aktier.

### Förändringar i rating och WACC

Lite lägre WACC: 14,5%

Avkastningskravet (WACC) som har använts är 14,5 procent (tidigare 15,0%). Vi har nu justerat ned riskfri ränta från 3,5 till 2,5 procent för samtliga bolag efter en lång tid med fallande räntenivåer. Redeye använder 10 års genomsnittsränta för en 10-årig svensk statsobligation.

Vi har även förändrat Bongs rating avseende Ägarskap där betyget sjunker från 7p till 6p. Orsaken är att vd tar plats i styrelsen utan att vara grundare eller huvudägare. Det anser vi vara negativt och ger därför minuspoäng.

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.

### 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%
<b>WACC</b>					
13,5%	0,97	1,16	1,34	1,53	1,71
14,5%	0,78	0,94	<b>1,11</b>	1,27	1,44
15,5%	0,61	0,76	0,91	1,05	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 5x

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 0,94 SEK	2015	2016	2017E	2018E	2019E
P/E	neg	neg	-51,5	13,9	10,6
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,4	4,8	5,0
EV/EBIT	neg	55,6	11,4	8,3	8,3

P/E 2016 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 omkring **1,1 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 0,6 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%	0,38	0,66	0,94	1,22	1,50
<b>0,0%</b>	0,45	0,78	<b>1,11</b>	1,44	1,77
3,0%	0,52	0,90	1,27	1,66	2,04
6,0%	0,59	1,01	1,44	1,87	2,30

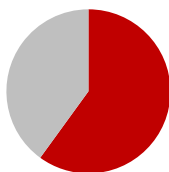
Källa: Redeye Research

## 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.

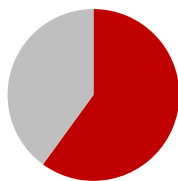
**Ratingförändringar i denna rapport:** Ägarskap har justerats ned från 7p till 6p.

Ledning 6,0p



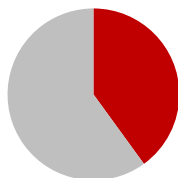
Ledningen har lång och god branscherfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt präglats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa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

Ägarskap 6,0p



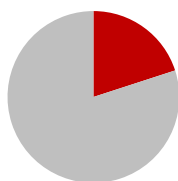
Ägarbilden stärks av att Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin sitter i styrelsen. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital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

Vinstutsikter 4,0p



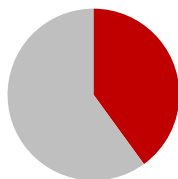
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar 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 hanterlig 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	2 034	1 972	1 933
Summa rörelsekostnader	-2 275	-2 074	-1 942	-1 870	-1 834
<b>EBITDA</b>	<b>70</b>	<b>61</b>	<b>92</b>	<b>102</b>	<b>99</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-64	-44	-42	-37	-34
Avskrivningar immateriella tillg.	-11	-8	-6	-6	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>43</b>	<b>59</b>	<b>60</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-55	384	-48	-42	-38
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-60</b>	<b>393</b>	<b>-5</b>	<b>17</b>	<b>22</b>
Skatt	-4	-96	1	-3	-3
<b>Nettoresultat</b>	<b>-64</b>	<b>295</b>	<b>-4</b>	<b>14</b>	<b>19</b>
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Tillgångar</b>					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	244	90	81	79	77
Kundfordringar	296	285	272	263	258
Lager	212	187	183	177	174
Andra fordringar	81	71	71	71	71
<b>Summa omsätt.</b>	<b>832</b>	<b>633</b>	<b>607</b>	<b>591</b>	<b>581</b>
Anläggningstillgångar					
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
<b>Summa anlägg.</b>	<b>845</b>	<b>833</b>	<b>804</b>	<b>785</b>	<b>776</b>
Uppsk. skatteford.	252	144	144	144	144
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1929</b>	<b>1609</b>	<b>1555</b>	<b>1520</b>	<b>1500</b>
<b>Skulder</b>					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	210	204	203	197	193
Kortfristiga skulder	220	3	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	274	275	275	275	275
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>705</b>	<b>482</b>	<b>479</b>	<b>472</b>	<b>468</b>
Ränteb. skulder	861	402	355	312	278
L. icke ränteb.skulder	2	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>1568</b>	<b>884</b>	<b>834</b>	<b>785</b>	<b>746</b>
Uppskj. skatteskuld	33	25	25	25	25
Avsättningar	11	4	4	4	4
Eget kapital	<b>313</b>	<b>694</b>	<b>690</b>	<b>704</b>	<b>723</b>
Minoritet	4	4	4	4	4
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>317</b>	<b>697</b>	<b>693</b>	<b>708</b>	<b>726</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>1929</b>	<b>1609</b>	<b>1555</b>	<b>1520</b>	<b>1500</b>
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	2 345	2 135	2 034	1 972	1 933
Sum rörelsekost.	-2 275	-2 074	-1 942	-1 870	-1 834
Avskrivningar	-75	-52	-49	-43	-40
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>43</b>	<b>59</b>	<b>60</b>
Skatt på EBIT	0	-2	-8	-9	-9
<b>NOPLAT</b>	<b>-5</b>	<b>7</b>	<b>36</b>	<b>50</b>	<b>51</b>
Avskrivningar	75	52	49	43	40
<b>Brutokassaflöde</b>	<b>70</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>93</b>	<b>91</b>
Föränd. i rörelsekap	-144	40	16	8	5
Investeringar	76	-40	-20	-25	-30
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>59</b>	<b>81</b>	<b>76</b>	<b>65</b>
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	16%	43%	45%	47%	48%
Skuldsättningsgrad	345%	58%	52%	44%	38%
Nettoskuld	837	315	274	234	200
Sysselsatt kapital	1 154	1 012	967	941	927
Kapit. oms. hastighet	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	-7%	-9%	-5%	-3%	-2%
VPA-tillväxt (just)	-57%	-540%	-101%	-471%	30%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,5 %	NPV FCF (2017-2019)	181
		NPV FCF (2020-2026)	156
		NPV FCF (2027-)	213
		Rörelsefrämjade tillgångar	89
		Räntebärande skulder	-405
		Motiverat värde MSEK	234
Antaganden 2020-2025			
Genomsn. förs. tillv.	0 %	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>1,1</b>
FRIT-marginal	3,0 %	Rörskurs, SEK	0,9

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	-19%	59%	-1%	2%	3%
ROCE	0%	1%	4%	6%	6%
ROIC	0%	1%	4%	5%	5%
EBITDA-marginal	3%	3%	5%	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	0,07	0,09
VPA just	-0,41	1,80	-0,02	0,07	0,09
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	5,34	1,49	1,30	1,11	0,95
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	465,0	424,7	391,5
P/E	-2,9	0,5	-49,3	13,3	10,2
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	10,7	7,2	6,6
P/BV	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	0,0 %	Omsättning	-6,9 %
3 mån	-3,2 %	Rörelseresultat, just	n.m.♦
12 mån	-11,8 %	V/A, just	-78,9 %
Årets Början	4,7 %	EK	47,9 %

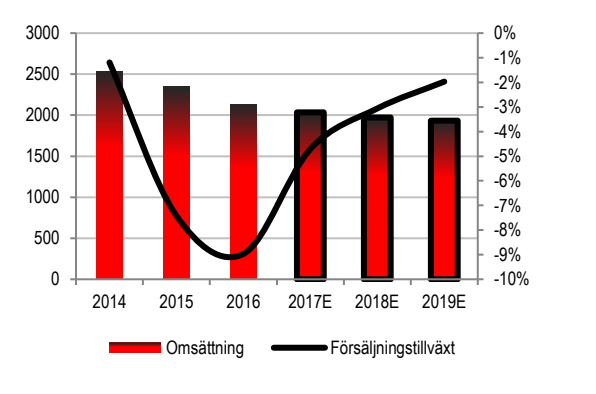
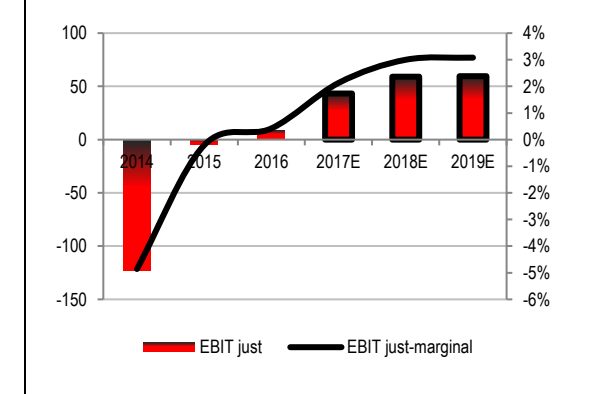
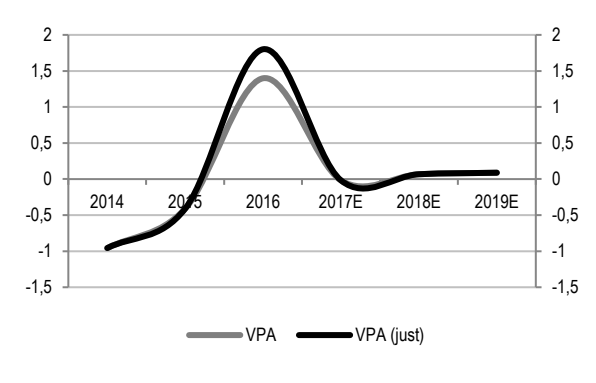
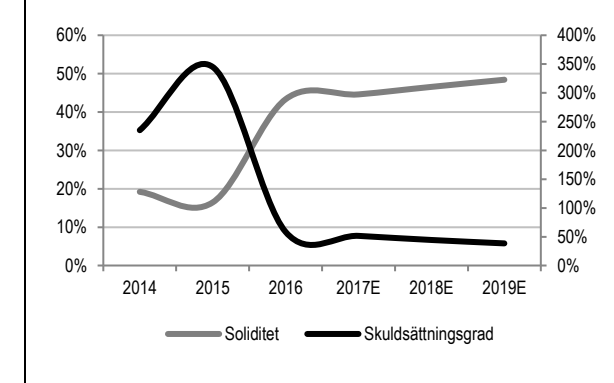
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
Spolder	7,9 %	7,9 %
GoMobile nu AB	5,2 %	5,2 %
Ulf Tidholm	4,8 %	4,8 %
Christian Paulsson	4,3 %	4,3 %
Avanza Pension	3,3 %	3,3 %
John Elvesjö	3,1 %	3,1 %
Theodor Jeansson	2,4 %	2,4 %
Mattias Cramby	1,8 %	1,8 %
Aktiebolaget Cydonia	1,8 %	1,8 %

Aktien	
Reuterskod	BOLJ.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	0,9
Antal aktier, milj	211,2
Börsvärde, MSEK	190,1

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

Nästkommande rapportdatum	
Q2 report	July 12, 2017

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 &amp; 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>-5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>2000</td> <td>-3%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>1900</td> <td>-2%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>1800</td> <td>-1%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	2500	-1%	2015	2300	-3%	2016	2100	-5%	2017E	2000	-3%	2018E	1900	-2%	2019E	1800	-1%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) &amp; 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>-1%</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>50</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>55</td> <td>3%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2014	-120	-5%	2015	-10	-1%	2016	10	1%	2017E	40	2%	2018E	50	3%	2019E	55	3%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	2500	-1%																																									
2015	2300	-3%																																									
2016	2100	-5%																																									
2017E	2000	-3%																																									
2018E	1900	-2%																																									
2019E	1800	-1%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	-120	-5%																																									
2015	-10	-1%																																									
2016	10	1%																																									
2017E	40	2%																																									
2018E	50	3%																																									
2019E	55	3%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <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>0,0</td> <td>0,0</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>0,0</td> <td>0,0</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	0,0	0,0	2019E	0,0	0,0	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; 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	0,0	0,0																																									
2019E	0,0	0,0																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	20%	250%																																									
2015	15%	350%																																									
2016	45%	50%																																									
2017E	45%	50%																																									
2018E	48%	50%																																									
2019E	48%	50%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p><b>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</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 investerarelationer.. 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 (2017-05-23)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	44	17	11	21
3,5p - 7,0p	70	62	98	34	45
0,0p - 3,0p	13	22	13	83	62
Antal bolag	127	128	128	128	128

\*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.