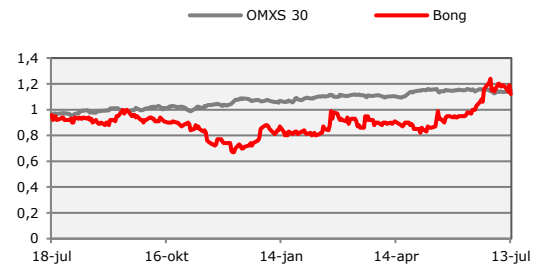


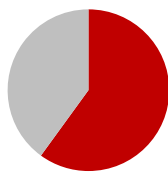
Sammanfattning
Bong (BOLJ.ST)
På stabilare mark

- Utfallet i Bongs Q2-rapport hamnade aningen över våra förväntningar. Omsättningen minskade visserligen med 4%, men resultatet förbättrades Y/Y. Ett klart bättre bruttoresultat gav en EBIT på 7 MSEK vs minus 8 MSEK samma period ifjol.
- Beträffande marknadsläget och utsikterna, inom både kuvert och förpackningsområdet, är kommentarerna från bolaget oförändrade. Kuvert förväntas minska med cirka 5 % under 2017 medan förpackningar har fortsatt goda tillväxtpotentialer.
- Vi kan nu dra upp vår resultatprognos för 2017 men lämnar övriga prognoser i stort sett oförändrade. Motiverat värde för vårt Base case scenario ökar till omkring 1,2 SEK per aktie. Värderingsintervallet är dock stort (0,7-2,1 SEK per aktie) till följd av att Bong har en rejäl hävstång, både operativt och finansiellt.

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 230 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Håkan Gunnarsson
 Styrelseordf: Christian Paulsson

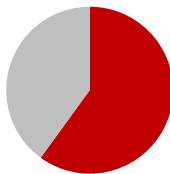

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



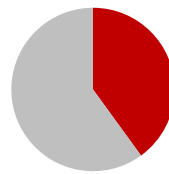
6,0 poäng

Ägarskap



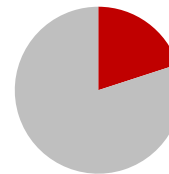
6,0 poäng

Vinstutsikter



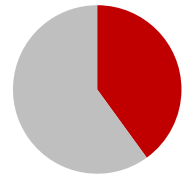
4,0 poäng

Lönsamhet



2,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 345	2 135	2 048	1 976	1 917	Aktiekurs (SEK)	1,1
Tillväxt	-7%	-9%	-4%	-3%	-3%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	70	61	104	100	97	Börsvärde (MSEK)	230
EBITDA-marginal	3%	3%	5%	5%	5%	Nettoskuld (MSEK)	315
EBIT	-5	9	57	58	58	Free float (%)	70 %
EBIT-marginal	0%	0%	3%	3%	3%	Dagl oms. ('000)	220
Resultat före skatt	-60	393	9	14	17		
Nettoresultat	-64	295	6	10	13		
Nettomarginal	Neg	14%	0%	1%	1%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,41	1,80	0,03	0,05	0,06	Henrik Alveskog	
P/E	Neg	0,5	41,2	23,5	18,2	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2		
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,0	4,9	4,7		

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.

På stabilare mark

Resultatmässigt var delårsrapporten från Bong återigen något över våra förväntningar. Sammantaget är skillnaden inte stor, men likafullt är det glädjande att bolagets tre senaste rapporter har överträffat våra prognoser en aning. Denna gång var det främst bruttomarginalen som utmärkte sig på den positiva sidan, dryga 19 procent. Enligt ledningen har de haft en gynnsam försäljningsmix samt lyckats väl med att höja priserna för att kompensera sig för tidigare pappersprishöjningar. Vi hade däremot räknat med lite bättre försäljningen inom förpackningsområdet som istället minskade något Y/Y. Förmodligen en tillfällig dip delvis påverkad av den negativa kalendereffekten då påsken inföll i Q2 nu i år. Marknadsläge och utsikter verkar inte ha förändrats att döma av kommentarerna från bolaget.

Förväntat vs. utfall					
(MSEK)		Q2'16	Q2'17P	Utfall	Diff
<i>Förpackningar minskade något</i>	Försäljning	500	470	481	2%
	varav Förpackningar	92	97	89	-8%
<i>Bruttoresultatet klart bättre</i>	Bruttoresultat	78	84	92	10%
	EBIT	-8	5	7	48%
	Resultat före skatt	-18	-6	-4	n.m.
	Försäljningstillväxt	-6%	-6%	-4%	
	Bruttomarginal	15,6%	17,9%	19,2%	
	EBIT - marginal	2,3%	2,3%	2,8%	

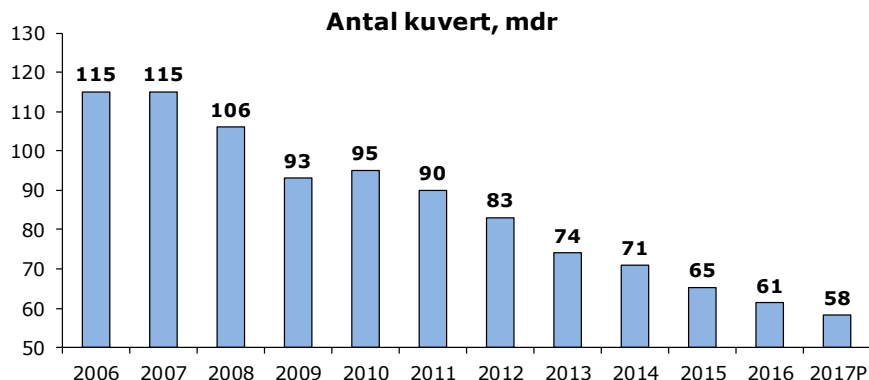
Källa: Bong, Redeye Research

Försäljningen minskade bara 4% Y/Y trots den negativa kalendereffekten under Q2. Delvis tack vare positiva valutaeffekter från den försvagade svenska kronan. Kassaflödet var negativt, på grund av stigande varulager och nettolåneskulden steg till 315 MSEK.

Kvartalsvis utveckling								
(MSEK)	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17
Försäljning	560	613	567	500	489	579	545	481
varav Förpackningar	95	115	89	92	94	124	98	89
Bruttoresultat	91	116	101	78	77	117	100	92
EBITDA, ex e.o.	20	37	24	5	10	39	25	19
EBIT	3	1	11	-8	-10	15	19	7
Finansnetto	-12	-16	421	-10	-12	-15	-12	-12
Resultat före skatt	-9	-15	432	-18	-22	0	7	-4
Försäljningstillväxt	-7%	-9%	-11%	-6%	-13%	-6%	-4%	-4%
Bruttomarginal	16,3%	18,9%	17,8%	15,6%	15,8%	20,2%	18,3%	19,2%
EBITDA-marginal, ex e.o.	3,5%	6,0%	4,3%	1,1%	2,0%	6,8%	4,7%	4,0%
Kassaflöde efter investeringar	-27	5	7	20	-23	23	22	-12
Nettolåneskuld	861	837	293	300	347	315	294	315

Källa: Bong, Redeye Research

Kuvertmarknaden i Europa



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

De senaste 10-12 åren har volymerna på den europeiska kuvertmarknaden minskat med i genomsnitt 5 procent per år. Hittills i år uppskattas nedgången till 4 procent och Bong räknar med att helåret kommer följa tidigare trend med en minskning omkring 5 procent.

Tidigare i år meddelade det tyska bolaget BlessOF, som ingår i Mayer-Kuvert, att de ansökt om rekonstruktion. Ännu har ingen lösning presenterats, men om denna produktionskapacitet försvinner skulle det lätta något på överkapacitetstrycket. BlessOF tillverkar omkring 1 miljard kuvert per år. I bästa fall är detta en första signal om att Mayer-Kuvert koncernen, som är den största aktören i Centraleuropa, är på väg att göra flera kapacitetsanpassningar inom både kuverttillverkning och tilltryck.

Förhoppningsvis kommer fler neddragningar bland konkurrenterna

Lätta förpackningar

Efter ett par kvartal med god försäljningstillväxt var tillväxten inom förpackningar negativ Y/Y nu i Q2. Förutom kalendereffekten är det svårt att analysera vad det kan bero på. Men ledningen är inte orolig utan räknar med att kunna växa vidare under andra halvåret. Tillväxtmotorn är Bong Retail Solutions och i synnerhet produktområdet pappersbärkassar som uppges öka produktionstakten kontinuerligt.

Ny storägare - GoMobile

Bong fick nyligen en ny storägare i form av Per Åhlgren som via bolaget GoMobile nu AB successivt ökat upp sitt innehav. Det är av allt att döma huvudskälet till kursuppgången under maj-juni. GoMobile är nu näst största ägare med drygt 11 procent, efter Holdham med 25 procent. Aktiviteten i aktien har varit hög under hela våren. Bland övriga större ägarförändringar noterar vi att Ulf Tidholm har sålt huvuddelen av sitt innehav medan Theodor Jeansson har ökat upp och är nu fjärde största ägare i bolaget.

GoMobile – är nu näst största ägare

Prognoser

Små prognosförändringar

Våra prognosförändringar är även denna gång väldigt små. Q2-rapporten innehöll inga stora överraskningar och marknadsläget ser ut att vara relativt oförändrat. För kuvertsidan räknar vi med fortsatt negativ tillväxt om 6 procent per år. 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 åtgärder under flera år framåt 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 under 2018-19. Innevarande år bör de dock bli lägre med tanke på att vi har passerat halvårsskiftet och inget har ännu annonserats. Produktionsflytten från Tönsberg verkar kunna genomföras utan att medföra några nämnvärda extrakostnader.

Stigande marginaler i takt med ökad andel förpackningar

Förbättrad bruttomarginal och skapliga kassaflöden

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.

Redeyes prognoser

MSEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Kuvert					
Omsättning	1947	1736	1633	1536	1446
tillväxt	-8%	-11%	-6%	-6%	-6%
EBIT *	6	11	37	47	45
EBIT-marginal	0,3%	0,6%	2,3%	3,1%	3,1%
Lätta förpackningar					
Omsättning	398	399	415	440	471
tillväxt	-4%	0%	4%	6%	7%
EBIT *	20	16	25	31	33
EBIT-marginal	5,0%	4,0%	6,0%	7,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinster mm (netto)	-21	-18	-5	-20	-20
Summa omsättning	2345	2135	2048	1976	1917
tillväxt	-7%	-9%	-4,1%	-3,5%	-3%
Bruttoresultat	406	373	385	375	374
Bruttomarginal	17,3%	17,5%	18,8%	19,0%	19,5%
EBITDA, exkl e.o.	92	79	109	120	117
D.o. marginal	3,9%	3,7%	5,3%	6,1%	6,1%
EBIT	-5	9	57	58	58
Finansnetto **	-55	384	-48	-44	-40
Resultat före skatt	-60	393	9	14	17

* 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:
~1,2 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 570 MSEK. Med avdrag för räntebärande skulder blir motiverat börsvärde drygt 250 MSEK, **eller 1,20 kronor per aktie**. Det är något högre än i vår senaste analysuppdatering, per 23 maj 2017, då motsvarande värde var 1,11 SEK per aktie. Skillnaden beror på en lite högre resultatprognos för 2017 samt tidsvärdet vid diskonteringen av framtida kassaflöde.

Vår värdering baseras på nuvarande antal aktier och beaktar inte utspädningseffekten av de 40 miljoner utestående teckningsoptionerna. Maximalt kan det tillkomma 40 miljoner nya aktier till och med februari 2019. Då teckningskursen är 1,15 SEK och vårt motiverade värde är 1,20 borde vi rent teoretiskt ta hänsyn till utspädningseffekten. Men i detta fall blir nettoeffekten minimal vilket gör att vi än så länge bortser ifrån den.

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 och därefter 2 procent per år. 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 eller andra eventuella problem som bolaget kommer stöta på under denna period.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC					
13,5%	1,09	1,27	1,46	1,65	1,83
14,5%	0,87	1,03	1,20	1,37	1,54
15,5%	0,68	0,83	0,98	1,13	1,29

Källa: Redeye Research

Låga multiplar avspeglar osäkerhet

Baserat på våra prognoser handlas aktien fortfarande till relativt 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: 5-6x

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 1,10 SEK	2015	2016	2017E	2018E	2019E
P/E	neg	neg	41,6	23,7	18,4
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,3	5,5	5,7
EV/EBIT	neg	55,6	9,6	9,4	9,5

P/E 2016 justerat för e.o. poster.

Scenarios

Vårt huvudscenario (Base case) som beskrevs ovan är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde omkring **1,2 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 strax över **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 0,7 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%	0,45	0,74	1,02	1,31	1,59	
0,0%	0,53	0,87	1,20	1,54	1,87	
3,0%	0,61	1,00	1,38	1,77	2,15	
6,0%	0,69	1,13	1,56	2,00	2,43	

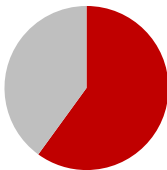
Källa: Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

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

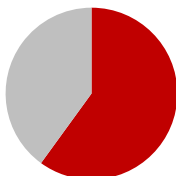
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

Ledning 6,0p



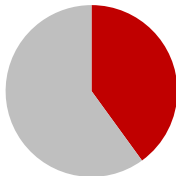
Ledningen har lång och god branschfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt präglats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa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

Ägarskap 6,0p



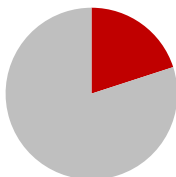
Ägarbilden stärks av att Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin sitter i styrelsen. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital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

Vinstutsikter 4,0p



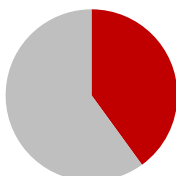
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar 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 någorlunda 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	2 048	1 976	1 917
Summa rörelsekostnader	-2 275	-2 074	-1 944	-1 876	-1 821
EBITDA	70	61	104	100	97
Avskrivningar materiella tillg.	-64	-44	-40	-36	-33
Avskrivningar immateriella tillg.	-11	-8	-6	-6	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-5	9	57	58	58
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-55	384	-48	-44	-40
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-60	393	9	14	17
Skatt	-4	-96	-2	-2	-3
Nettoresultat	-64	295	6	10	13
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	244	90	82	79	77
Kundfordringar	296	285	266	257	249
Lager	212	187	205	188	182
Andra fordringar	81	71	71	71	71
Summa omsätt.	832	633	624	595	579
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	235	229	204	188	180
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	806	789	780
Uppsk. skatteford.	252	144	144	144	144
Summa tillgångar	1929	1609	1574	1528	1503
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	210	204	205	178	173
Kortfristiga skulder	220	3	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	274	275	275	275	275
Summa kort. skuld	705	482	480	453	448
Ränteb. skulder	861	402	363	334	302
L. icke ränteb.skulder	2	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	1568	884	843	787	750
Uppskj. skatteskuld	33	25	25	25	25
Avsättningar	11	4	4	4	4
Eget kapital	313	694	699	709	722
Minoritet	4	4	4	4	4
Minoritet & E. Kap.	317	697	703	713	725
Summa skulder och E. Kap.	1929	1609	1574	1528	1503
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	2 345	2 135	2 048	1 976	1 917
Sum rörelsekost.	-2 275	-2 074	-1 944	-1 876	-1 821
Avskrivningar	-75	-52	-46	-42	-39
EBIT	-5	9	57	58	58
Skatt på EBIT	0	-2	-10	-9	-9
NOPLAT	-5	7	47	49	49
Avskrivningar	75	52	46	42	39
Brutokassaflöde	70	59	93	91	88
Föränd. i rörelsekap	-144	40	1	-1	8
Investeringar	76	-40	-20	-25	-30
Fritt kassaflöde	3	59	75	66	66
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	16%	43%	45%	47%	48%
Skuldsättningsgrad	345%	58%	52%	47%	42%
Nettoskuld	837	315	282	256	226
Sysselsatt kapital	1 154	1 012	985	968	951
Kapit. oms. hastighet	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	-7%	-9%	-4%	-3%	-3%
VPA-tillväxt (just)	-57%	-540%	-99%	75%	29%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,5 %	NPV FCF (2017-2019)	171
		NPV FCF (2020-2026)	158
		NPV FCF (2027-)	240
		Rörelsefrämjade tillgångar	89
		Räntebärande skulder	-405
		Motiverat värde MSEK	253
Antaganden 2020-2025		Motiverat värde per aktie, SEK	1,2
Genomsn. förs. tillv.	0,0 %	Börskurs, SEK	1 1
FRIT-marginal	3,0 %		

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

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	-0,41	1,40	0,03	0,05	0,06
VPA just	-0,41	1,80	0,03	0,05	0,06
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	5,34	1,49	1,33	1,21	1,07
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	513,2	487,1	457,6
P/E	-2,9	0,5	41,2	23,5	18,2
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/S	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,0	4,9	4,7
EV/EBIT	-205,4	55,8	9,0	8,4	7,9
P/BV	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	5,8 %	Omsättning	-6,6 %
3 mån	19,8 %	Rörelseresultat, just	n.m.
12 mån	14,7 %	V/A, just	n.m.
Årets Början	26,7 %	EK	48,9 %

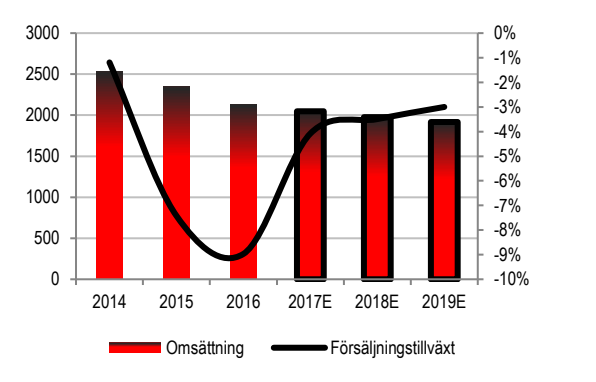
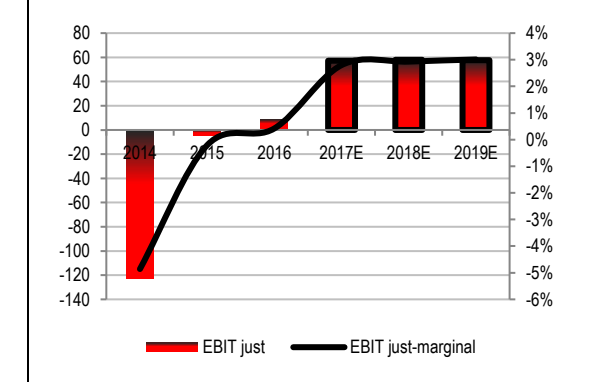
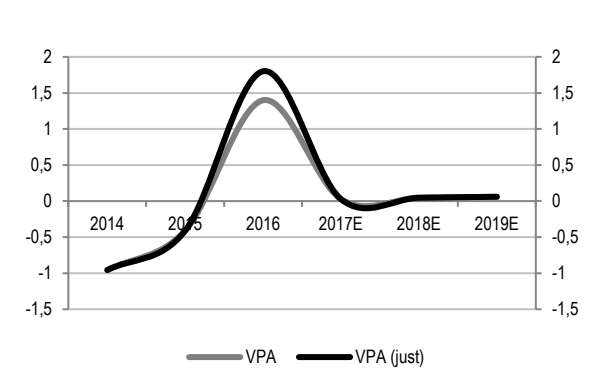
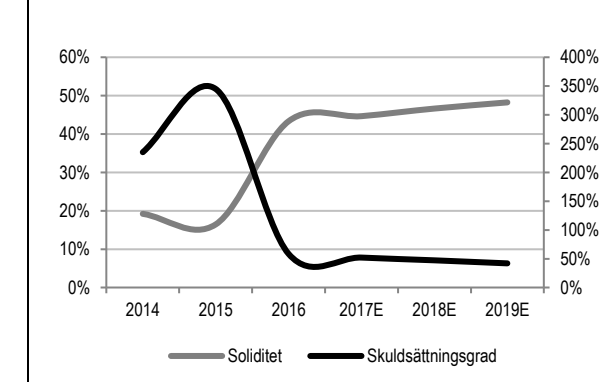
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
GoMobile nu AB	11,2 %	11,2 %
Svolder	7,9 %	7,9 %
Theodor Jeansson	4,9 %	4,9 %
Christian Paulsson	4,3 %	4,3 %
Avanza Pension	3,3 %	3,3 %
John Elvesjö	3,1 %	3,1 %
Mattias Cramby	1,8 %	1,8 %
Aktiebolaget Cydonia	1,8 %	1,8 %
Dan Drottman	1,6 %	1,6 %

Aktien	
Reuterskod	BOLJ.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	1,1
Antal aktier, milj	211,2
Börsvärde, MSEK	230,3

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

Nästkommande rapportdatum	
Q3-report	Nov 16
Q4-report	Feb 15

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>2000</td> <td>-3%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>1900</td> <td>-4%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>1800</td> <td>-3%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	2500	-1%	2015	2300	-3%	2016	2100	-9%	2017E	2000	-3%	2018E	1900	-4%	2019E	1800	-3%	 <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>-1%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>10</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>50</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>50</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>50</td> <td>3%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2014	-120	-5%	2015	-10	-1%	2016	10	1%	2017E	50	3%	2018E	50	3%	2019E	50	3%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	2500	-1%																																									
2015	2300	-3%																																									
2016	2100	-9%																																									
2017E	2000	-3%																																									
2018E	1900	-4%																																									
2019E	1800	-3%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	-120	-5%																																									
2015	-10	-1%																																									
2016	10	1%																																									
2017E	50	3%																																									
2018E	50	3%																																									
2019E	50	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>0,0</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	<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>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>45%</td> <td>50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	20%	250%	2015	15%	350%	2016	45%	50%	2017E	45%	50%	2018E	45%	50%	2019E	45%	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	45%	50%																																									
2019E	45%	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

Redeyes 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 Redeyes 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 Redeyes analysbevakning

Redeyes 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 Redeyes 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 (2017-07-18)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	42	17	11	22
3,5p - 7,0p	71	65	99	35	45
0,0p - 3,0p	12	21	12	82	61
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.