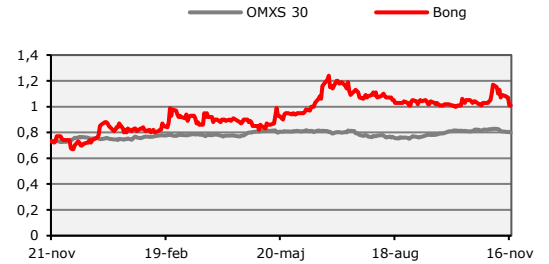


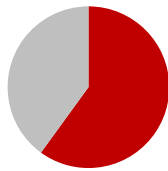
**Sammanfattning**
**Bong (BOLJ.ST)**
**Pressade av papperspriser**

- Försäljningen i Q3 var oförändrad Y/Y, vilket avviker från tidigare trend med stadigt minskade intäkter. Resultatet hamnade aningen under vår prognos, men visar ändå en fortsatt förbättring mot fjolåret. EBIT 2 MSEK vs minus 10 MSEK Q3-16.
- Bong verkar ha återtagit lite marknadsandelar och har även genomfört vissa prishöjningar för att kompensera för stigande papperspriser. Bolaget behöver dock höja sina priser ytterligare för att inte tappa marginaler, vilket i det korta perspektivet blir en stor utmaning.
- Vi tar höjd för tillfälligt lite sämre lönsamhet till följd av högre kostnader för insatsvaror. Motiverat värde för vårt Base case scenario minskar till omkring 1,10 SEK per aktie. Värderingsintervallet är dock stort (0,5-2,1 SEK per aktie) till följd av att Bong har en rejäl hävstång, både operativt och finansiellt.

Lista: Nasdaq Small Cap  
 Börsvärde: 211 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Håkan Gunnarsson  
 Styrelseordf: Christian Paulsson

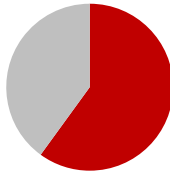

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



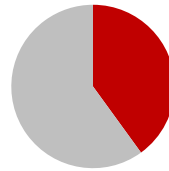
6,0 poäng

Ägarskap



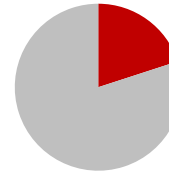
6,0 poäng

Vinstutsikter



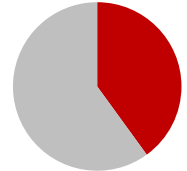
4,0 poäng

Lönsamhet



2,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

**Nyckeltal**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 345	2 135	2 085	2 038	1 964	Aktiekurs (SEK)	1,0
Tillväxt	-7%	-9%	-2%	-2%	-4%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	70	61	94	91	93	Börsvärde (MSEK)	211
EBITDA-marginal	3%	3%	5%	4%	5%	Nettoskuld (MSEK)	315
EBIT	-5	9	49	51	59	Free float (%)	70 %
EBIT-marginal	0%	0%	2%	3%	3%	Dagl oms. ('000)	190
Resultat före skatt	-60	393	5	7	19		
Nettoresultat	-64	295	2	5	16		
Nettomarginal	Neg	14%	0%	0%	1%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	-0,41	1,80	0,01	0,02	0,08	Analytiker:	
P/E	Neg	0,5	97,7	44,2	13,2	Henrik Alveskog	
EV/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,1	4,9	4,3		

**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.

## Pressade av högre papperspriser

*Oförändrad försäljning!*

*Utmanande papperspriser*

Mest utmärkande i Q3-rapporten var att försäljningen ökade Y/Y, vilket är första gången på flera år. Bong har sannolikt återtagit lite marknadsandelar och även genomfört vissa prishöjningar för att kompensera för högre papperspriser. Stigande papperspriser blir nu den största utmaningen under det närmaste halvåret, där bolaget själva skriver i rapporten att det är nödvändigt att få igenom ytterligare prishöjningar.

Vi hade hoppats på något högre bruttomarginal och även en liten försäljningsökning inom förpackningsområdet. Rörelseresultatet förbättras Y/Y, men hamnade bara strax över nollstrecket. Sammantaget ligger resultatet ändå inom felmarginalen.

*Resultatet ungefär som väntat*

<b>Förväntat vs. utfall</b>				
<b>(MSEK)</b>	<b>Q3'16</b>	<b>Q3'17P</b>	<b>Utfall</b>	<b>Diff</b>
Försäljning	489	470	491	4%
varav Förpackningar	94	98	93	-5%
Bruttoresultat	77	87	84	-4%
EBITDA	3	16	13	-19%
EBIT	-10	5	2	-60%
Resultat före skatt	-22	-7	-8	n.m.
Försäljningstillväxt	-13%	-4%	0%	
Bruttomarginal	15,8%	18,5%	17,0%	
EBITDA-marginal	neg	3,4%	2,6%	

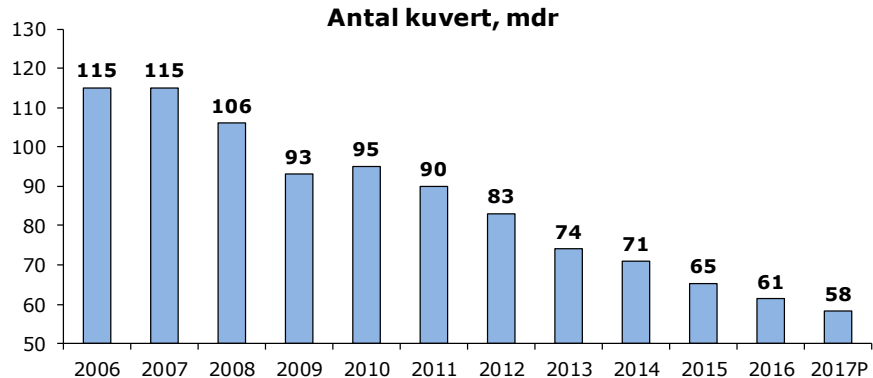
Källa: Bong, Redeye Research

Försäljningen var i princip oförändrad Y/Y inom både kuvert och förpackningar. EBITDA-marginalen är lite högre i år jämfört med 2016. Risken finns dock att den pressas av de högre papperspriserna under de närmaste kommande kvartalen.

<b>Kvartalsvis utveckling</b>							
<b>(MSEK)</b>	<b>Q1'16</b>	<b>Q2'16</b>	<b>Q3'16</b>	<b>Q4'16</b>	<b>Q1'17</b>	<b>Q2'17</b>	<b>Q3'17</b>
Försäljning	567	500	489	579	545	481	491
varav Förpackningar	89	92	94	124	98	89	93
Bruttoresultat	101	78	77	117	100	92	84
EBITDA, ex e.o.	24	5	10	39	25	19	13
EBIT	11	-8	-10	15	19	7	2
Finansnetto	421	-10	-12	-15	-12	-12	-10
Resultat före skatt	432	-18	-22	0	7	-4	-8
Försäljningstillväxt	-11%	-6%	-13%	-6%	-4%	-4%	0%
Bruttomarginal	17,8%	15,6%	15,8%	20,2%	18,3%	19,2%	17,0%
EBITDA-marginal, ex e.o.	4,3%	1,1%	2,0%	6,8%	4,7%	4,0%	2,6%
Kassaflöde efter investeringar	7	20	-23	23	19	-12	9
Nettolåneskuld	293	300	347	315	294	315	315

Källa: Bong, Redeye Research

## Kuvertmarknaden i Europa



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

Volymerna på den europeiska kuvertmarknaden framgår av tabellen ovan. Nedgången har inte varit helt linjär men i genomsnitt har minskningen varit cirka 5 procent per år sedan år 2006. Hittills i år uppskattas nedgången till 4 procent och Bong räknar med att helåret kommer följa tidigare trend med en minskning omkring 5 procent.

*Förhoppningsvis kommer fler neddragningar bland konkurrenterna*

Överkapaciteten i kuvertbranschen har satt sin prägel på lönsamheten och kommer med all sannolik fortsätta att göra det. Tyska BlessOF, som har tillverkat cirka 1 miljard kuvert per år, ansökte tidigare i år om rekonstruktion. Förhoppningsvis försvinner det mesta av denna produktionskapacitet från marknaden. Men det kommer krävas fler stora kapacitetsanpassningar för att hålla jämna steg med en stadigt minskad efterfrågan på administrativa kuvert. Tilltryck och direktreklam har däremot inte samma nedåtgående trend utan varierar mer utifrån ett konjunkturmönster.

### Lätta förpackningar

*Retail Solutions växer bra*

Bongs lätta förpackningar växer dels inom e-handelsområdet men sannolikt ännu mer inom Bong Retail Solutions. Pappersbärkassar har haft en stadig tillväxt de senaste åren och bolaget räknar med att fortsätta expandera. Uppenbarligen finns också andra produktområden med vikande försäljning eftersom tillväxten hittills i år bara ökat marginellt.

Bong uppger att de har ett flertal diskussioner om nya affärer. Förhoppningsvis kan de snart annonsera samarbeten med någon ny stor detaljhandelskedja. Bolaget har utan tvekan produktsortimentet och kapaciteten att ta nya och stora kunder i norra Europa. Ledningen räknar med att förpackningsområdet totalt sett kommer visa tillväxt under året. Utsikterna inför den säsongsmässigt starka avslutningen på året borde därmed se bra ut.

## Prognoser

*Vi räknar med pressad lönsamhet den närmaste tiden*

Finpapper är Bongs i särklass största enskilda insatsvara. Normalt sett tar det ett par kvartal innan de kan genomföra prisprishöjningar fullt ut till sina kunder. Vi räknar därför med att marginalerna kommer vara mer pressade en bit in på 2018 för att sedan återhämta sig.

*Successivt förbättrad produktmix*

För kuvertsidan räknar vi med fortsatt negativ tillväxt omkring 6 procent per år och inom förpackningar cirka 5 procent årlig tillväxt. I takt med att förpackningar ökar som andel av koncernens totala försäljning bör bruttomarginalen stiga och vi räknar med en långsiktig EBIT-marginal omkring 3 procent.

*Vi räknar med återkommande strukturkostnader*

En krympande kuvertmarknad kommer kräva återkommande insatser för att anpassa kostymen. I slutet av fjolåret stängdes en tillverkningsenhet i Luxemburg och i år flyttades produktion från Tönsberg i Norge till Kristianstad. Under 2016 belastades resultatet med strukturkostnader om 18 MSEK. Innevarande år har däremot hittills bara innehållit en extraordinär pluspost om 5 MSEK. Våra prognoser inkluderar strukturkostnader om cirka 15 MSEK per år under 2018-19. Även om marginalerna är tunna kan bolaget generera hyggliga kassaflöden då investeringsbehovet är marginellt. Vid tidigare neddragningar har de också kunnat sälja (avskrivna) maskiner till Asien, vilket begränsat kostnaderna.

### Redeyes prognoser

MSEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
<b>Kuvert</b>					
Omsättning	1947	1736	1675	1576	1483
tillväxt	-8%	-11%	-3%	-6%	-6%
EBIT *	6	11	24	40	46
EBIT-marginal	0,3%	0,6%	1,4%	2,5%	3,1%
<b>Lätta förpackningar</b>					
Omsättning	398	399	405	425	447
tillväxt	-4%	0%	2%	5%	5%
EBIT *	20	16	20	26	31
EBIT-marginal	5,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinster mm (netto)	-21	-18	5	-15	-15
<b>Summa omsättning</b>	<b>2345</b>	<b>2135</b>	<b>2080</b>	<b>2001</b>	<b>1930</b>
tillväxt	-7%	-9%	-3%	-4%	-4%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>406</b>	<b>373</b>	<b>386</b>	<b>380</b>	<b>376</b>
Bruttomarginal	17,3%	17,5%	18,6%	19,0%	19,5%
<b>EBITDA, exkl e.o.</b>	<b>92</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>105</b>	<b>111</b>
D.o. marginal	3,9%	3,7%	4,3%	5,2%	5,8%
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>62</b>
Finansnetto **	-55	384	-44	-44	-39
Resultat före skatt	-60	393	5	7	23

\* 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 kronor 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 1,10 kronor per aktie**. Det är något lägre än i vår senaste analysuppdatering, per 18 juli 2017, då motsvarande värde var 1,20 SEK per aktie.

Skillnaden beror främst på lite lägre prognoser 2017-18. Genomslaget i aktievärderingen blir stort genom att Bong har en rejäl finansiell hävstång med en nettoskuld som vida överstiger börsvärdet.

Värderingen baseras på nuvarande antal aktier och beaktar inte de 40 miljoner utestående teckningsoptionerna som kan tecknas till och med februari 2019. Teckningskursen är 1,15 SEK och i dagsläget är det därför högst osäkert om aktierna kommer att tecknas.

### 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%
<b>WACC</b>					
13,5%	0,84	1,06	1,27	1,49	1,70
14,5%	0,71	0,91	<b>1,10</b>	1,29	1,48
15,5%	0,60	0,78	0,95	1,12	1,30

### 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: 0,95 SEK	2015	2016	2017E	2018E	2019E
P/E	neg	neg	92,9	42,0	12,6
EV/EBITDA	14,6	8,2	5,5	5,7	5,5
EV/EBIT	neg	55,6	10,5	10,1	8,8

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 **1,1 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 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 0,5 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%	0,28	0,60	0,93	1,26	1,59	
<b>0,0%</b>	0,33	0,71	<b>1,10</b>	1,48	1,87	
3,0%	0,38	0,82	1,26	1,70	2,15	
6,0%	0,43	0,92	1,43	1,92	2,43	

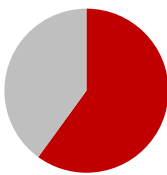
Källa: Redeye Research

## Sammanfattning Redeye Rating

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

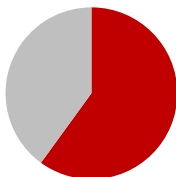
**Ratingförändringar i denna rapport:** Inga förändringar.

Ledning 6,0p



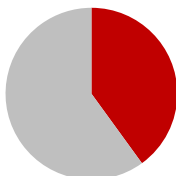
Ledningen har lång och god branschfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt präglats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa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

Ägarskap 6,0p



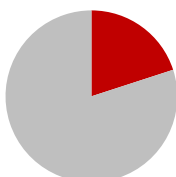
Ägarbilden stärks av att Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin sitter i styrelsen. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital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

Vinstutsikter 4,0p



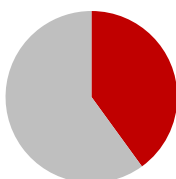
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar 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 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	2 085	2 038	1 964
Summa rörelsekostnader	-2 275	-2 074	-1 990	-1 948	-1 871
<b>EBITDA</b>	<b>70</b>	<b>61</b>	<b>94</b>	<b>91</b>	<b>93</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-64	-44	-39	-34	-30
Avskrivningar immateriella tillg.	-11	-8	-6	-5	-5
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>59</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-55	384	-44	-44	-40
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-60</b>	<b>393</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>19</b>
Skatt	-4	-96	-1	0	-1
<b>Nettoreultat</b>	<b>-64</b>	<b>295</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>16</b>
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Tillgångar</b>					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	244	90	83	82	79
Kundfordringar	296	285	271	265	255
Lager	212	187	198	194	187
Andra fordringar	81	71	71	71	71
<b>Summa omsätt.</b>	<b>832</b>	<b>633</b>	<b>624</b>	<b>611</b>	<b>592</b>
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	235	229	199	175	160
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	32	28	24
Övr. anlägg. tillg.	3	1	1	1	1
<b>Summa anlägg.</b>	<b>845</b>	<b>833</b>	<b>797</b>	<b>769</b>	<b>750</b>
Uppsk. skatteford.	252	144	144	144	144
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1929</b>	<b>1609</b>	<b>1565</b>	<b>1524</b>	<b>1486</b>
<b>Skulder</b>					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	210	204	208	204	196
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>484</b>	<b>479</b>	<b>471</b>
Ränteb. skulder	861	402	354	313	266
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>837</b>	<b>792</b>	<b>738</b>
Uppskj. skatteskuld	33	25	25	25	25
Avsättningar	11	4	4	4	4
Eget kapital	<b>313</b>	<b>694</b>	<b>696</b>	<b>700</b>	<b>716</b>
Minoritet	4	4	4	4	4
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>317</b>	<b>697</b>	<b>699</b>	<b>704</b>	<b>720</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>1929</b>	<b>1609</b>	<b>1565</b>	<b>1524</b>	<b>1486</b>
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	2 345	2 135	2 085	2 038	1 964
Sum rörelsekost.	-2 275	-2 074	-1 990	-1 948	-1 871
Avskrivningar	-75	-52	-45	-39	-35
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>59</b>
Skatt på EBIT	0	-2	-9	-3	-3
<b>NOPLAT</b>	<b>-5</b>	<b>7</b>	<b>40</b>	<b>49</b>	<b>56</b>
Avskrivningar	75	52	45	39	35
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>70</b>	<b>59</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>90</b>
Föränd. i rörelsekap	-144	40	7	6	9
Investeringar	76	-40	-10	-11	-16
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>59</b>	<b>82</b>	<b>83</b>	<b>84</b>
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	16%	43%	45%	46%	48%
Skuldsättningsgrad	345%	58%	51%	45%	37%
Nettoskuld	837	315	271	232	188
Sysselsatt kapital	1 154	1 012	970	936	908
Kapit. oms. hastighet	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	-7%	-9%	-2%	-2%	-4%
VPA-tillväxt (just)	-57%	-540%	-99%	121%	234%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,5 %	NPV FCF (2017-2019)	215
		NPV FCF (2020-2026)	191
		NPV FCF (2027-)	141
		Rörelsefrämjade tillgångar	89
		Räntebärande skulder	-405
		Motiverat värde MSEK	232
Antaganden 2020-2025			
Genomsn. förs. tillv.	0 %	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>1,1</b>
FRIT-marginal	3 %	Rörskurs SEK	1 0

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

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	-0,41	1,40	0,01	0,02	0,08
VPA just	-0,41	1,80	0,01	0,02	0,08
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	5,34	1,49	1,28	1,10	0,89
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	483,0	444,1	400,3
P/E	-2,9	0,5	97,7	44,2	13,2
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	4,9	4,3
EV/EBIT	-205,4	55,8	9,9	8,7	6,8
P/BV	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	-3,9 %	Omsättning	-5,7 %
3 mån	-2,9 %	Rörelseresultat, just	n.a.
12 mån	37,0 %	V/A, just	n.a.
Årets Början	16,3 %	EK	48,5 %

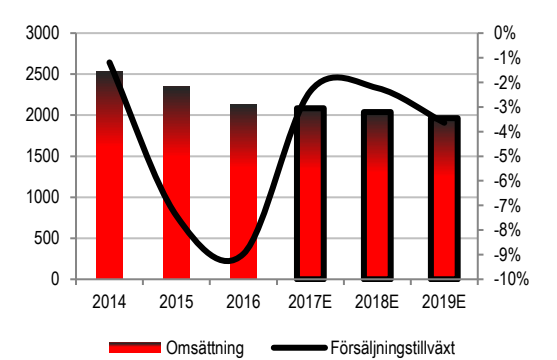
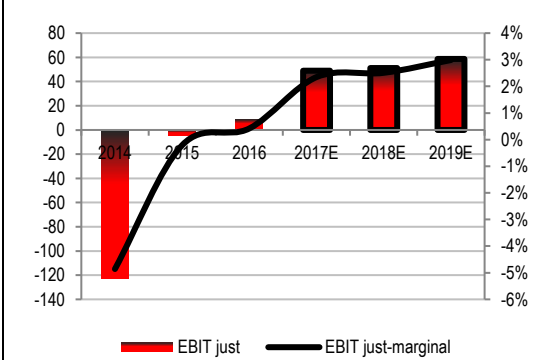
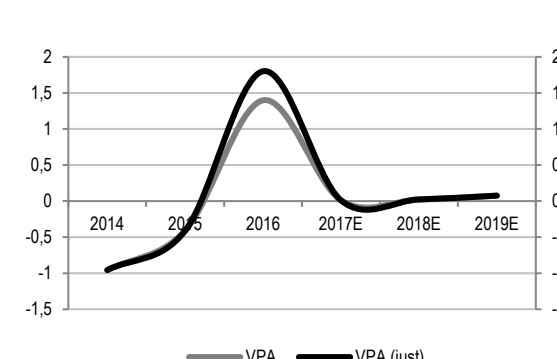
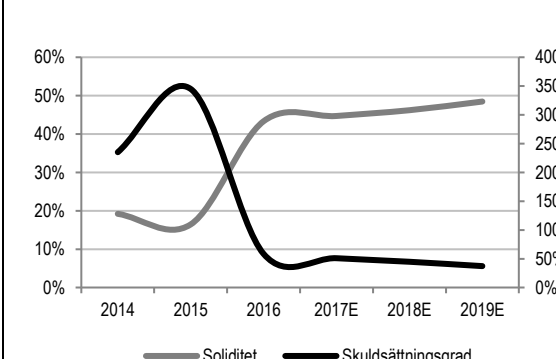
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
GoMobile nu AB	11,2 %	11,2 %
Svolder	7,9 %	7,9 %
Theodor Jeansson	4,6 %	4,6 %
Christian Paulsson	4,3 %	4,3 %
John Elvesjö	3,0 %	3,0 %
Dan Drottman	2,0 %	2,0 %
Mattias Cramby	1,8 %	1,8 %
Aktiebolaget Cydonia	1,8 %	1,8 %

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

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

Nästkommande rapportdatum	
FY 2017 Results	February 15, 2018
Q1 report	May 16, 2018

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>-7%</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>-4%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>1900</td> <td>-5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	2500	-1%	2015	2300	-7%	2016	2100	-9%	2017E	2100	-3%	2018E	2000	-4%	2019E	1900	-5%	 <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>5</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>45</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>45</td> <td>2%</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	5	0%	2017E	45	2%	2018E	45	2%	2019E	55	3%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	2500	-1%																																									
2015	2300	-7%																																									
2016	2100	-9%																																									
2017E	2100	-3%																																									
2018E	2000	-4%																																									
2019E	1900	-5%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	-120	-5%																																									
2015	-10	-1%																																									
2016	5	0%																																									
2017E	45	2%																																									
2018E	45	2%																																									
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 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 (2017-11-21)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	40	18	10	22
3,5p - 7,0p	72	66	97	36	44
0,0p - 3,0p	16	24	15	84	64
Antal bolag	130	130	130	130	130

\*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.