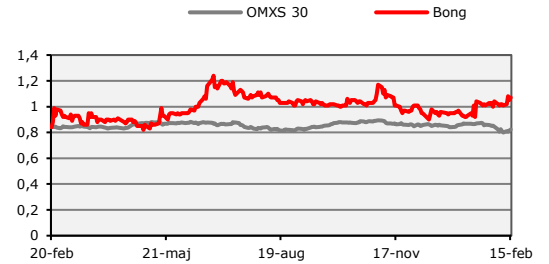


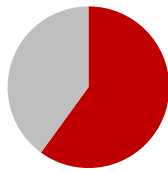
**Sammanfattning**
**Bong (BOLJ.ST)**
**2018 hägrar positiv tillväxt**

- Försäljningen i det fjärde kvartalet: 578 MSEK, var oförändrad Y/Y, vilket till stor del berodde på en skaplig tillväxt inom förpackningar. Resultatmässigt var Q4 ungefär som väntat med en liten förbättring på EBIT-nivå: 17 MSEK mot 15 MSEK Q4-16.
- 2018 ser ut att bli det första året i mannaminne då Bong visar ökad försäljning. Övertagandet av Intermails kuvertverksamhet ger ett tillskott som borde överväga den trendmässiga volymnedgången i marknaden. Det skadar heller inte att en stor konkurrenten försvinner.
- Våra prognosförändringar beror i första hand på ovan nämnda affär. Motiverat värde för vårt Base case scenario ökar något till omkring 1,15 SEK per aktie. Värderingsintervallet är dock stort (0,6-2,1 SEK per aktie) till följd av att Bong har en rejäl hävstång, både operativt och finansiellt.

Lista: Nasdaq Small Cap  
 Börsvärde: 232 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Håkan Gunnarsson  
 Styrelseordf: Christian Paulsson

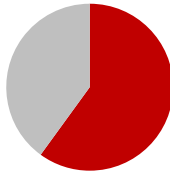

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



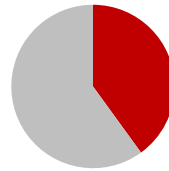
6,0 poäng

Ägarskap



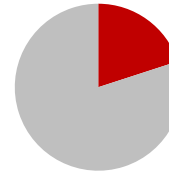
6,0 poäng

Vinstutsikter



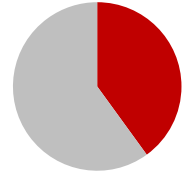
4,0 poäng

Lönsamhet



2,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

**Nyckeltal**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 135	2 085	2 153	2 097	2 021	Aktiekurs (SEK)	1,1
Tillväxt	-9%	-2%	3%	-3%	-4%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	61	91	101	106	103	Börsvärde (MSEK)	232
EBITDA-marginal	3%	4%	5%	5%	5%	Nettoskuld (MSEK)	294
EBIT	9	45	59	67	70	Free float (%)	70 %
EBIT-marginal	0%	2%	3%	3%	3%	Dagl oms. ('000)	210
Resultat före skatt	393	1	16	33	48		
Nettoreultat	295	-12	11	27	41		
Nettomarginal	14%	Neg	1%	1%	2%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	1,80	-0,06	0,05	0,13	0,19	Henrik Alveskog	
P/E	0,5	Neg	20,5	8,7	5,7	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
EV/EBITDA	8,2	5,4	5,0	4,2	3,7		

**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.

## 2018 hägrar positiv tillväxt

### Begränsad dramatik

Bokslutsrapporten från Bong innehöll ingen större dramatik. En skaplig tillväxt inom förpackningsområdet och bra kassaflöde tillhör glädjeämnen, medan resultatutfallet var i princip som väntat. Marginalerna är fortfarande tunna, men borde kunna förbättras lite under det kommande året. Dels om bolaget kan kompensera fullt ut för de högre papperspriserna. Men även genom interna rationaliseringar, så som produktionsflytten från Tönsberg till Kristianstad, och de skalfördelar som Intermail-affären bör medföra. Flytten från Tönsberg ger enligt Bong en årlig besparing på hela 14 MSEK.

		Förväntat vs. utfall			
(MSEK)		Q4'16	Q4'17P	Utfall	Diff
<i>Bra tillväxt i förpackningar</i>	Försäljning	579	563	578	3%
	varav Förpackningar	124	125	135	8%
<i>Resultatet ungefär som väntat</i>	Bruttoresultat	117	110	105	-4%
	EBITDA, ex e.o.	39	32	34	6%
	EBIT, ex e.o.	26	21	22	5%
	EBIT	15	21	17	-19%
	Resultat före skatt	0	10	6	-40%
	Försäljningstillväxt	-6%	-3%	0%	
	Bruttomarginal	20,2%	19,5%	18,2%	
	EBITDA-marginal, ex e.o.	6,7%	5,7%	5,9%	

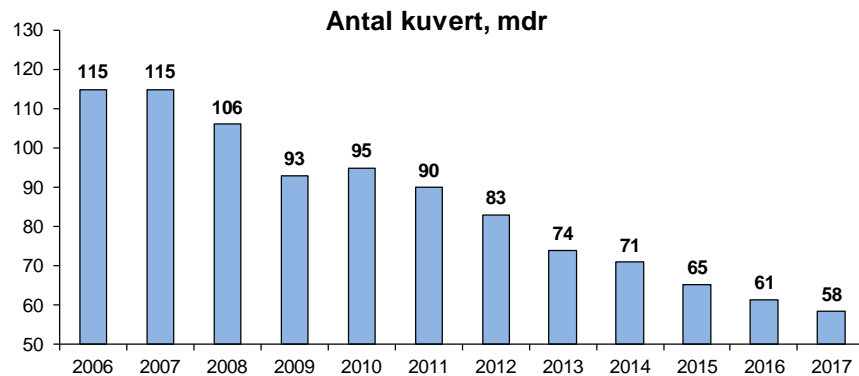
Källa: Bong, Redeye Research

Utvecklingen de senaste två åren, sedan de stora rationaliseringarna och skuldnedskrivningen, har varit relativt stabil. Försäljningstappet var kraftigt under 2016, men har bromsat upp det senaste halvåret då omsättningen varit oförändrad Y/Y. Orsaken är delvis höjda papperspriser vilket samtidigt bör ha pressat marginalerna. Förhoppningsvis kan Bong föra dessa vidare till kundledet vilket gör att lönsamheten kan lyfta något.

Kvartalsvis utveckling								
(MSEK)	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17
Försäljning	567	500	489	579	545	481	491	578
varav Förpackningar	89	92	94	124	98	89	93	135
Bruttoresultat	101	78	77	117	100	92	84	105
EBITDA, ex e.o.	24	5	10	39	25	19	13	34
EBIT	11	-8	-10	15	19	7	2	17
Finansnetto	421	-10	-12	-15	-12	-12	-10	-11
Resultat före skatt	432	-18	-22	0	7	-4	-8	6
Försäljningstillväxt	-11%	-6%	-13%	-6%	-4%	-4%	0%	0%
Bruttomarginal	17,8%	15,6%	15,8%	20,2%	18,3%	19,2%	17,0%	18,2%
EBITDA-marginal, ex e.o.	4,3%	1,1%	2,0%	6,8%	4,7%	4,0%	2,6%	5,9%
Kassaflöde efter investeringar	7	20	-23	23	19	-12	9	27
Nettolåneskuld	293	300	347	315	294	315	315	294

Källa: Bong, Redeye Research

## Kuvertmarknaden i Europa



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

Diagrammet ovan visar utvecklingen på den europeiska kuvertmarknaden. 2017 följde den tidigare trenden med en volymnedgång om cirka 5 procent. Vi räknar med att trenden fortsätter i samma takt de kommande åren och problematiken med överkapacitet kommer fortsätta att prägla branschen. Bong meddelar nu att Tyska BlessOF har stängt en av sina stora fabriker med kapacitet om cirka 1 miljard kuvert per år, vilket givetvis är positivt men långt ifrån tillräckligt för att rätta till obalansen.

### Bong tar över Intermails kuvertverksamhet

Nyligen annonserades också att Bong tar över delar av den danska konkurrenten Intermails kuvertverksamhet. Intermail har haft stora lönsamhetsproblem och kastar nu in handduken genom att låta Bong ta över kunder och säljpersonal. Klart positivt att Bong därigenom får högre volymer i sin produktion och att de blir av med den stora konkurrenten i Norden. Intermails kuvertverksamhet omsatte 133 MDKK under bokslutsåret 2016/17. Köpeskillingen utgår i form av royalties baserat på de kommande årens försäljning, vilket gör att affären har goda förutsättningar att bidra positivt till bolagets lönsamhet. Vi räknar med att Bong tar över huvuddelen av volymerna, men tappar gissningsvis 10-20% av försäljningen då vissa kunder söker andra leverantörer.

*Bong blir av med en konkurrent och får samtidigt bättre volymer*

### Starkt Q4 för förpackningar

Förpackningar visar riktigt skaplig tillväxt under Q4, 8 procent Y/Y. Delvis berodde detta dock på förskjutningar i vissa leveranser från Q3. Men enligt bolaget går segmentet Retail Solutions bra, drivet av pappersbärskassarna som har vuxit stadigt under det senaste året. Under fjolåret gjordes också en ny investering i Polen för tillverkning av bubbelpåsar riktat till e-handeln som har givit ökad försäljning. Efter några år med oförändrad eller svagt negativa tillväxttal visade förpackningsområdet nu lite ökad försäljning för helåret. Plus 4 procent.

*Tillväxt i Q4 och för helåret*

## Prognoser

*Intermail ger ett skapligt volymtillskott*

*Mer förpackningar stärker bruttomarginalen*

*Vi räknar med återkommande strukturkostnader*

Vi har nu justerat upp prognoserna för de kommande åren, främst beroende på tillskottet från Intermail. På årsbasis bör det addera omkring 150 MSEK i försäljning och kommer synas fullt ut i siffrorna från och med Q2. För kuvertsidan räknar vi också med att finpapperspriserna nu stabiliseras efter fjolårets prisökningar. Bongs prishöjningar mot kund släpar alltid efter och vi räknar med att de får full genomslag först i Q2. Förpackningar, som består av ett antal olika produktsegment, börjar nu visa tillväxt i sin totala försäljning, vilket vi inte har sett de senaste åren. Det beror förmodligen på att de växande segmenten (Retail Solutions och eventuellt e-handel) får större genomslag på totalen.

För kuvertsidan räknar vi med fortsatt negativ tillväxt omkring 6 procent per år och inom förpackningar cirka 5 procent årlig tillväxt. Ökad andel förpackningar bör stärka bruttomarginalen och möjliggöra en långsiktig EBIT-marginal omkring 3 procent. En krympande kuvertmarknad kommer kräva återkommande insatser för att anpassa kostymen. Under 2016 belastades resultatet med strukturkostnader om 18 MSEK. 2017 summerade e.o. posterna noll. Våra prognoser inkluderar strukturkostnader om netto 10 MSEK per år framgent.

Redeyes prognoser					
MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
<b>Kuvert</b>					
Omsättning	1736	1680	1717	1640	1541
tillväxt	-11%	-3%	2%	-5%	-6%
EBIT *	11	25	43	45	46
EBIT-marginal	0,6%	1,5%	2,5%	2,7%	3,0%
<b>Lätta förpackningar</b>					
Omsättning	399	415	436	458	480
tillväxt	0%	4%	5%	5%	5%
EBIT *	16	21	26	32	34
EBIT-marginal	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinst mm (netto)	-18	0	-10	-10	-10
<b>Summa omsättning</b>	<b>2135</b>	<b>2095</b>	<b>2153</b>	<b>2097</b>	<b>2021</b>
tillväxt	-9%	-2%	3%	-3%	-4%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>373</b>	<b>381</b>	<b>403</b>	<b>405</b>	<b>396</b>
Bruttomarginal	17,5%	18,2%	18,7%	19,3%	19,6%
<b>EBITDA, exkl e.o.</b>	<b>79</b>	<b>92</b>	<b>111</b>	<b>116</b>	<b>113</b>
D.o. marginal	3,7%	4,4%	5,2%	5,6%	5,6%
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>45</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>70</b>
Finansnetto **	384	-44	-43	-34	-22
Resultat före skatt	393	1	16	33	48

\* 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:  
~1,15 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 540 MSEK. Med avdrag för räntebärande skulder blir motiverat börsvärde drygt 240 MSEK, **eller 1,15 kronor per aktie**. Det är något högre jämfört med i vår senaste analysuppdatering, per 21 november 2017,

Värderingen baseras på nuvarande antal aktier och beaktar inte de 40 miljoner utestående teckningsoptionerna som kan tecknas till och med februari 2019. Men eftersom teckningskursen är just 1,15 SEK blir utspädningseffekten på värderingen helt neutral.

### 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%	0,95	1,15	1,34	1,54	1,73
14,5%	0,81	0,98	<b>1,15</b>	1,33	1,50
15,5%	0,68	0,84	0,99	1,15	1,31

Källa: Redeye Research

### Låga multiplar avspeglar osäkerhet

Baserat på våra prognoser handlas aktien fortfarande till 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 5x är inte unikt, men bland de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen.

EV/EBITDA: ~5x

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 1,09 SEK	2016	2017	2018E	2019E	2020E
P/E	neg	neg	20,3	8,7	5,7
<b>EV/EBITDA</b>	8,2	5,4	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>
<b>EV/EBIT</b>	55,6	10,9	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>

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 **1,15 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 0,6 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%	0,39	0,69	0,98	1,28	1,57	
<b>0,0%</b>	0,46	0,81	<b>1,15</b>	1,50	1,85	
3,0%	0,53	0,93	1,33	1,73	2,13	
6,0%	0,60	1,05	1,50	1,95	2,41	

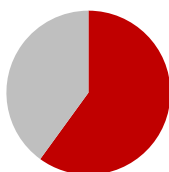
Källa: Redeye Research

## 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.

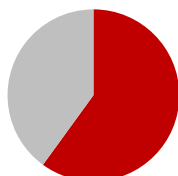
**Ratingförändringar i denna rapport:** Inga förändringar.

Ledning 6,0p



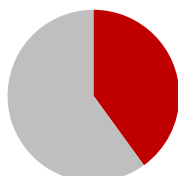
Ledningen har lång och god branschfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt präglats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa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

Ägarskap 6,0p



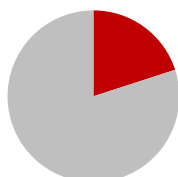
Ägarbilden stärks av att Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin sitter i styrelsen. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital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

Vinstutsikter 4,0p



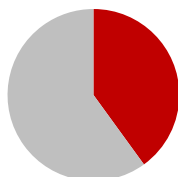
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar 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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	2 135	2 085	2 153	2 097	2 021
Summa rörelsekostnader	-2 074	-1 993	-2 052	-1 991	-1 918
<b>EBITDA</b>	<b>61</b>	<b>91</b>	<b>101</b>	<b>106</b>	<b>103</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-44	-40	-40	-38	-31
Avskrivningar immateriella tillg.	-8	-6	-2	-2	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>45</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>70</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	384	-44	-43	-34	-22
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>393</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>48</b>

Skatt	-96	-10	-2	-3	-5
<b>Nettoreultat</b>	<b>295</b>	<b>-12</b>	<b>11</b>	<b>27</b>	<b>41</b>

Balansräkning	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	90	124	86	84	81
Kundfordringar	285	285	291	283	273
Lager	187	189	205	199	192
Andra fordringar	71	70	70	70	70
<b>Summa omsätt.</b>	<b>633</b>	<b>668</b>	<b>651</b>	<b>636</b>	<b>615</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	229	209	179	156	140
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	2	2	2	2	2
Goodwill	563	575	575	575	575
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	38	29	28	27	26
Övr. anlägg. tillg.	1	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>833</b>	<b>814</b>	<b>783</b>	<b>760</b>	<b>743</b>
Uppsk. skatteford.	144	144	144	144	144
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1609</b>	<b>1626</b>	<b>1578</b>	<b>1540</b>	<b>1502</b>

Skulder	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	204	210	215	210	202
Kortfristiga skulder	3	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	275	280	280	280	280
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>482</b>	<b>490</b>	<b>495</b>	<b>490</b>	<b>482</b>
Ränteb. skulder	402	418	353	294	223
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>884</b>	<b>908</b>	<b>849</b>	<b>784</b>	<b>705</b>
Uppskj. skatteskuld	25	22	22	22	22
Avsättningar	4	0	0	0	0
Eget kapital	694	685	697	723	764
Minoritet	4	11	11	11	11
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>697</b>	<b>696</b>	<b>708</b>	<b>734</b>	<b>775</b>

<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>1609</b>	<b>1626</b>	<b>1578</b>	<b>1540</b>	<b>1502</b>
----------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fritt kassaflöde	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	2 135	2 085	2 153	2 097	2 021
Sum rörelsekost.	-2 074	-1 993	-2 052	-1 991	-1 918
Avskrivningar	-52	-46	-42	-39	-33
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>45</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>70</b>
Skatt på EBIT	-2	-10	-6	-7	-7
<b>NOPLAT</b>	<b>7</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>63</b>
Avskrivningar	52	46	42	39	33
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>59</b>	<b>81</b>	<b>95</b>	<b>100</b>	<b>96</b>
Föränd. i rörelsekap	40	10	-16	7	10
Investeringar	-40	-28	-11	-16	-16
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>68</b>	<b>91</b>	<b>90</b>

Kapitalstruktur	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Soliditet	43%	43%	45%	48%	52%
Skuldsättningsgrad	58%	61%	51%	41%	29%
Nettoskuld	315	294	267	210	142
Sysselsatt kapital	1 012	990	975	944	917
Kapit. oms. hastighet	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3

Tillväxt	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Försäljningstillväxt	-9%	-2%	3%	-3%	-4%
VPA-tillväxt (just)	-540%	-103%	-191%	134%	53%

DCF värdering	14,5 %	Kassaflöden, MSEK	
WACC		NPV FCF (2018-2020)	193
		NPV FCF (2021-2027)	208
		NPV FCF (2028-)	137
		Rörelsefrämjade tillgångar	124
		Räntebärande skulder	-418
		Motiverat värde MSEK	244

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

Lönsamhet	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE	59%	-2%	2%	4%	5%
ROCE	1%	4%	5%	6%	7%
ROIC	1%	3%	5%	6%	7%
EBITDA-marginal	3%	4%	5%	5%	5%
EBIT-marginal	0%	2%	3%	3%	3%
Netto-marginal	14%	-1%	1%	1%	2%

Data per aktie	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VPA	1,40	-0,06	0,05	0,13	0,19
VPA just	1,80	-0,06	0,05	0,13	0,19
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	1,49	1,39	1,27	0,99	0,67
Antal aktier	211,25	211,25	211,25	211,25	211,25

Värdering	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Enterprise Value	497,7	497,8	503,3	445,8	378,1
P/E	0,5	-16,2	20,5	8,7	5,7
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	8,2	5,4	5,0	4,2	3,7
EV/EBIT	55,8	11,0	8,5	6,7	5,4
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	15/17	
1 mån	19,6 %	Omsättning	0,4 %
3 mån	8,9 %	Rörelseresultat, just	156,93 %
12 mån	29,4 %	V/A, just	-82,7 %
Årets Början	15,8 %	EK	0,7 %

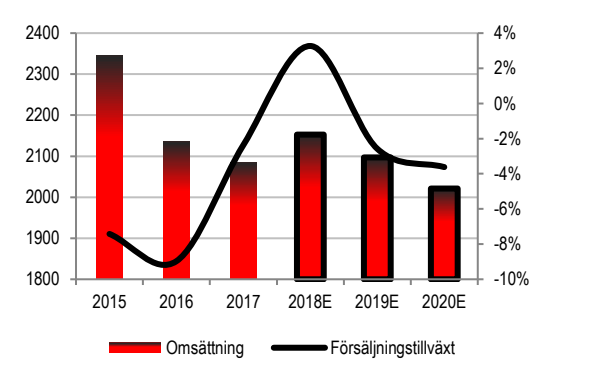
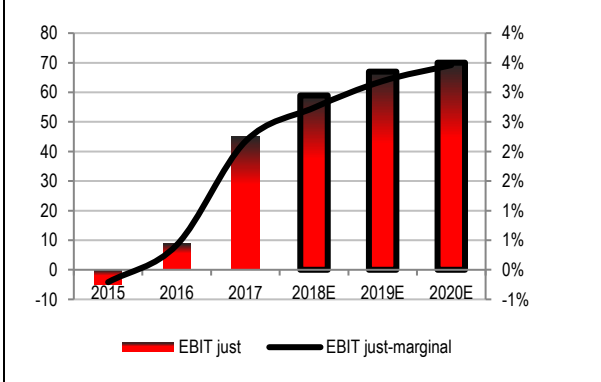
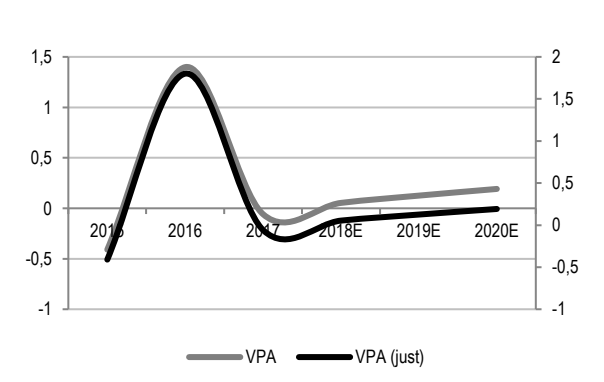
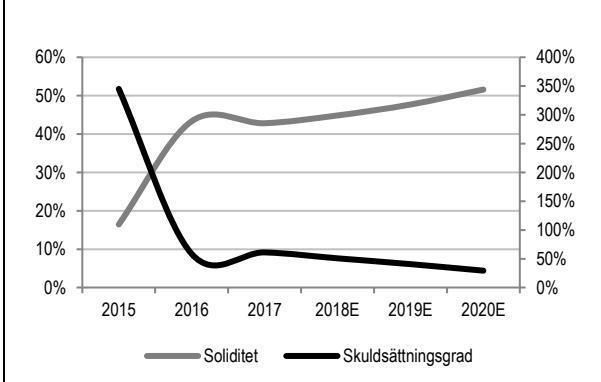
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
GoMobile nu AB	11,2 %	11,2 %
Svolder	7,7 %	7,7 %
Theodor Jeansson	4,6 %	4,6 %
Christian Paulsson	4,3 %	4,3 %
John Elvesjö	3,3 %	3,3 %
Dan Drottman	2,0 %	2,0 %
Mattias Cramby	1,8 %	1,8 %
Aktiebolaget Cydonia	1,8 %	1,8 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	Nasdaq Small Cap
Kurs, SEK	1,1
Antal aktier, milj	211,2
Börsvärde, MSEK	232,4

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

Nästkommande rapportdatum	
Q1 report	May 16, 2018
Q2 report	July 12, 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>2015</td> <td>2350</td> <td>-8%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>2150</td> <td>-10%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>2080</td> <td>-2%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>2150</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>2100</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>2020</td> <td>-1%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2015	2350	-8%	2016	2150	-10%	2017	2080	-2%	2018E	2150	2%	2019E	2100	0%	2020E	2020	-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>2015</td> <td>-5</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>10</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>45</td> <td>2.5%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>60</td> <td>3.5%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>68</td> <td>4%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>70</td> <td>4%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2015	-5	0%	2016	10	1%	2017	45	2.5%	2018E	60	3.5%	2019E	68	4%	2020E	70	4%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2015	2350	-8%																																									
2016	2150	-10%																																									
2017	2080	-2%																																									
2018E	2150	2%																																									
2019E	2100	0%																																									
2020E	2020	-1%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2015	-5	0%																																									
2016	10	1%																																									
2017	45	2.5%																																									
2018E	60	3.5%																																									
2019E	68	4%																																									
2020E	70	4%																																									
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>2015</td> <td>-0.5</td> <td>-0.5</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>1.4</td> <td>1.4</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>-0.2</td> <td>-0.2</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>0.1</td> <td>0.1</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>0.2</td> <td>0.2</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>0.3</td> <td>0.3</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2015	-0.5	-0.5	2016	1.4	1.4	2017	-0.2	-0.2	2018E	0.1	0.1	2019E	0.2	0.2	2020E	0.3	0.3	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015</td> <td>15%</td> <td>350%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>48%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>50%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>52%</td> <td>50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2015	15%	350%	2016	45%	50%	2017	45%	50%	2018E	48%	50%	2019E	50%	50%	2020E	52%	50%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2015	-0.5	-0.5																																									
2016	1.4	1.4																																									
2017	-0.2	-0.2																																									
2018E	0.1	0.1																																									
2019E	0.2	0.2																																									
2020E	0.3	0.3																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2015	15%	350%																																									
2016	45%	50%																																									
2017	45%	50%																																									
2018E	48%	50%																																									
2019E	50%	50%																																									
2020E	52%	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 investerarrationer.. 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 (2018-02-18)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	45	43	18	10	20
3,5p - 7,0p	73	67	101	35	45
0,0p - 3,0p	14	22	13	87	67
Antal bolag	132	132	132	132	132

\*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.