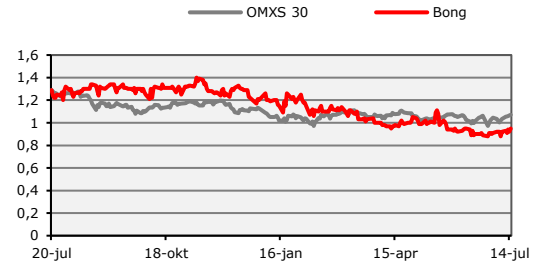


**Sammanfattning**
**Bong (BOLJ.ST)**

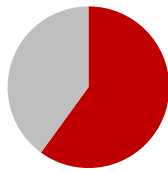
## Halvljumen halvårsrapport

- Utfallet i Q2-rapporten var lite svagare än vi hade hoppats på. Bruttomarginalen försvagades av tilltagande prispress och EBIT landade på minus 8 MSEK, medan vi hade räknat med ett plusresultat i samma storleksordning. En ljusglimt i rapporten var stigande försäljning inom förpackningar.
- Bong slutförde nyligen ett mycket omfattande omstruktureringsprogram och har även lyckats få bankerna att skriva av huvuddelen av sina skulder. Balansräkningen är nu därför för första gången på många år i anständigt skick.
- Bong har skaffat sig ett visst andrum men trenden på kuvertmarknaden pekar fortsatt nedåt och är extremt prispressad. Värderingen i vårt Base case ger ett motiverat värde omkring 1,30 kronor per aktie. En rejäl uppsida från dagens nivåer.

Lista: Small Cap  
 Börsvärde: 194 MSEK  
 Bransch: Industrial Goods & Services  
 VD: Stéphane Hamelin  
 Styrelseordf: Christian Paulsson

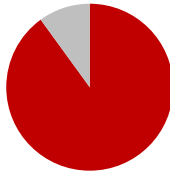

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



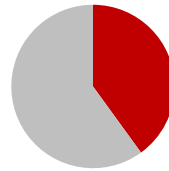
6,0 poäng

Ägarskap



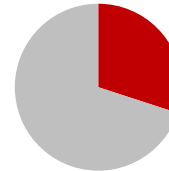
9,0 poäng

Vinstutsikter



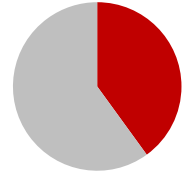
4,0 poäng

Lönsamhet



3,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

**Nyckeltal**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 533	2 345	2 229	2 160	2 100	Aktiekurs (SEK)	0,9
Tillväxt	-1%	-7%	-5%	-3%	-3%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	-22	70	100	119	113	Börsvärde (MSEK)	194
EBITDA-marginal	Neg	3%	4%	5%	5%	Nettoskuld (MSEK)	300
EBIT	-123	-5	48	70	68	Free float (%)	52 %
EBIT-marginal	Neg	0%	2%	3%	3%	Dagl oms. ('000)	220
Resultat före skatt	-178	-60	441	33	35		
Nettoresultat	-150	-64	347	33	29		
Nettomarginal	Neg	Neg	16%	2%	1%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,96	-0,41	1,64	0,16	0,14	Henrik Alveskog	
P/E	Neg	Neg	0,6	6,2	7,0	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2		
EV/EBITDA	Neg	6,8	4,8	3,5	3,2		

**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.

## **Innehåll**

---

Investeringssammanfattning	sid 4
Bong i ett nötskal	sid 8
Kuvertmarknaden	sid 10
Ägare och ledning	sid 13
Highlights i Q2-rapporten	sid 14
Prognoser	sid 15
Värdering	sid 17
Redeye Rating	sid 19
Bolaget i siffror	sid 20

## Investeringsammanfattning

Highlights från Q2-rapporten på sid 14

Detta är en uppdatering av den analys som publicerades den 22 juni 2016, där Q2-rapporten kommenteras specifikt på sid 14. Redeye återupptog nyligen bevakningen av Bong, som vi följde under åren 2008-14. Bolaget har genomfört ett omfattande besparingsprogram de senaste två åren och lyckades även få bankerna att skriva av huvuddelen av sina lån. Läget ser därmed betydligt ljusare ut nu än det har gjort på många år.

### Vad har hänt sedan 2014?

En mycket kortfattad summering av händelserna de senaste två åren är:

#### 1. Genomgripande besparings- och rationaliseringsåtgärder

Antal tillverkningsenheter har minskat från 37 till 23 och personalen reducerats från 2 100 till 1 600. Bolaget uppskattar den årliga besparingseffekten till 220 MSEK. Kostnaderna för dessa åtgärder uppgick till 150 MSEK.

Produktiviteten har ökad markant efter de omfattande neddragningar och rationaliseringsarbete som har genomförts sedan 2011. Tabellen nedan illustrerar den stora förändring som har skett under de senaste fyra åren. Det är framförallt antalet fabriker och anställda inom produktionen som har anpassats för minskande volymer.

Kraftigt förbättrad produktivitet

Men måttlig ökning av intäkter per anställd

Produktion och produktivitet			
	2011	2015	Diff, %
Antal kuvert, mdr enheter	16,1	13,4	-17%
Antal produktionsenheter	37	23	-38%
Anställda i produktionen	1 809	1 223	-32%
Kuvert per anställd i prod, milj enheter	8,9	11,0	23%
Intäkter kuvertförsäljning, MSEK	2 705	1 947	-28%
D.o. per anställd i produktionen	1,50	1,59	6%
Totala intäkter, MSEK	3 212	2 345	-27%
D.o. per anställd i produktionen	1,78	1,92	8%

Källa: Bong årsredovisning 2015

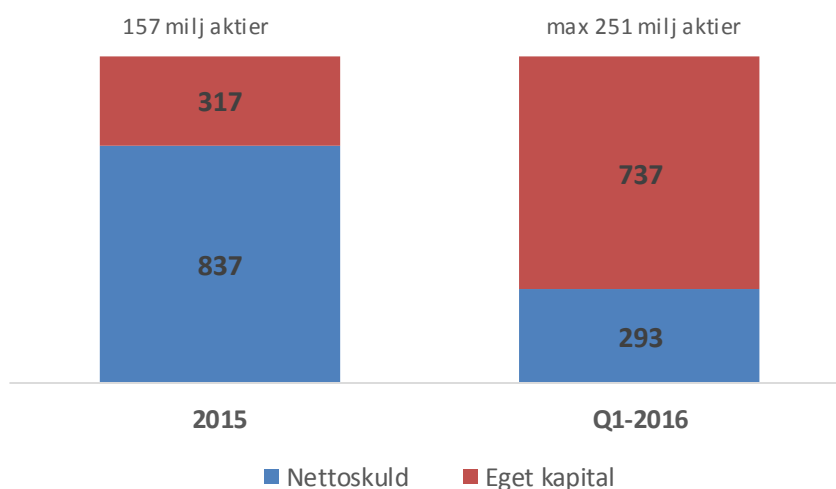
Bong har definitivt gjort mer än de allra flesta av deras branschkollegor och ligger nu säkert bra till ur konkurrenshänseende. Men man får ändå konstatera att intäkt per anställd inte har ökat i någon större utsträckning. Vi tror att Bong har skapat andrum för ett par år framöver. Men då trenden med vikande volymer inom kuvertförsäljning ser ut att hålla i sig, kommer de av allt att döma behöva genomföra nya neddragningar omkring 2018-19.

## 2. Massiv skuldavskrivning

Ur ett aktieägarperspektiv är den enskilt största och viktigaste händelsen den refinansiering som annonserades hösten 2015 och som sedan har implementerats i flera olika steg därefter. Summa summarum innebär detta att de räntebärande skulderna har minskat med dryga 500 MSEK och att eget kapital har ökat ungefär lika mycket. Aktieägarna har visserligen späts ut men kommer helt klart vinnande ur denna affär. Antalet aktier har ökat från 157 till 211 miljoner idag. Därutöver finns 40 miljoner teckningsoptioner med lösenkurs 1,15 SEK. Bilden nedan illustrerar förändringen av nettoskulder och eget kapital, innan och efter.

*Nettoskulden minskade drygt 500 MSEK och eget kapital ökade lika mycket*

### Förändring av skulder och eget kapital



Källa: Bong

## 3. Blodigt på sista raden i flera år

Själva verksamheten har haft en krympande försäljning och redovisat rejäla förluster under senare år. Rensat för engångsposter (strukturkostnader och reavinster/förluster) har EBITDA dock legat omkring 100 MSEK och rörelseresultatet varit strax över nollstrecket både 2014 och 2015.

Bong, försäljning och resultat				
MSEK	2012	2013	2014	2015
Omsättning	2945	2564	2533	2345
EBITDA, exkl. e.o. poster	164	57	110	92
EBITDA	118	-3	-22	70
Avskrivningar	-102	-107	-101	-75
EBIT	16	-110	-123	-5
Resultat före skatt	-57	-176	-178	-60

Källa: Bong, Redeye Research

#### 4. Har vänt till svarta siffror

Under årets första kvartal redovisades ett rörelseresultat på 11 MSEK. Räntekostnaderna har nu minskat efter skuldbantningen och för första gången på länge ser Bong ut att kunna redovisa löpande och uthålliga vinster. Bolagets uttalade målsättning för helåret 2016 är svarta siffror på sista raden, (exklusive den jämförelsestörande plusposten på 427 MSEK som gick över finansnettot i Q1-rapporten).

#### 5. Nästa fas - expansion

Bong kommer nu återigen bli mera offensivt. Inom kuvert är det främst på utvalda marknader i Östeuropa och Ryssland som bolaget ser möjligheter att växa med lönsamhet. Den största satsningen kommer dock att ske inom lätta förpackningar där ambitionen är att bli väsentligt större. Bongs uttalade målsättning är att detta segment skall utgöra 40% av koncernens omsättning i slutet av år 2019. Mer än dubbelt upp mot dagens 17%.

*Hög tillväxtambition inom förpackningar*

#### Ingen reaktion på aktiemarknaden - ännu

Skuldsaneringen som genomfördes i början av detta år har inte ha satt något synbart spår i börskursen, vilket är klart överraskande. Faktum är att aktien har backat kraftigt sedan i vintras då bolaget annonserade att man enats med bankerna kring den mycket gynnsamma refinansieringen.

Då vi tittar tillbaka på hur bolaget har värderats de senaste tre åren jämfört med dagsläget är skillnaden iögonfallande stor. EV (börsvärde + nettoskuld) var tidigare omkring 1 mdr SEK. Nu har det halverats. Aktien handlades tidigare mellan 40-60% av eget kapital. Nu handlas den endast till ca 30% av eget kapital. Detta trots att bolaget nu har vänt resultatet och av allt att döma kommer kunna redovisa vinst för första gången på länge.

*EV har halverats*

*Och aktien handlas endast till 30% av eget kapital*

<b>Börsvärde, skulder och eget kapital</b>				
<b>MSEK</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016 juni *</b>
Börsvärde	248	155	196	221
Nettoskuld	802	790	837	293
EV	1043	945	1033	514
Eget kapital	536	377	317	737
P/BV	46%	41%	62%	30%
Implicit börsvärde om EV ca 1 000 MSEK				707
D.o. SEK/aktie				3,0
Implicit börsvärde om P/BV 41-62%				302-455
D.o. SEK/aktie				1,3-2,1
Senast betalt				0,95

\* Utspädningseffekten har approximerats.

Källa: Bong, Redeye Research

## Redeyes värdering

Vår värdering baseras på kassaflödesprognoser och antaganden som redogörs för på sid 15-17. Vårt huvudscenario (Base case) ger ett **motiverat värde omkring 1,30 kronor per aktie**. Våra antaganden i korthet är:

*Motiverat värde:  
~1,30 kronor per aktie*

- Fortsatt minskande försäljning till följd av krympande kuvertmarknad. För perioden 2016-25 ca minus 2% per år.
- Inom förpackningar, där Bong har ett par starka tillväxtsegment, räknar vi med att trenden vänder upp under 2016. I takt med att förpackningar växer kommer lönsamheten för hela koncernen stärkas.
- Uthållig lönsamhet: 3% genomsnittlig rörelsemarginal.
- Avkastningskrav (WACC): 14%.

*Aktien framstår som klart undervärderad*

Även om bolagets historiska utveckling har varit svag och våra prognoser måste betraktas som relativt osäkra, anser vi att aktien nu är klart undervärderad. Sannolikt till följd av säljtrycket från några av de tidigare större ägarna. Som vi konstaterade ovan handlas aktien bara till omkring 30% av eget kapital. Ett trist bottenrekord, samtidigt som det signalerar något om potentialen. Man skall dock komma ihåg att Bong har uppbokade tillgångar i form av goodwill som överstiger 500 MSEK. Här har inte skett några nedskrivningar under de senaste två åren, trots utvecklingen i bolaget. Men vi utesluter inte att det kan komma, även om verksamheten nu börjar gå bättre.

## Kraftig hävstång i värderingen

Med tunna marginaler påverkas värderingen kraftig även med små förändringar i antagande om uthålliga EBIT-marginaler. En procentenhet upp eller ner ger en värdeförändring om cirka 30%. Dessutom har aktien fortfarande en rejäl finansiell hävstång genom att nettoskulden (300 MSEK) är högre än börsvärdet (190-225 MSEK beroende på om utspädning beaktas). Detta ger också högre utväxling i värderingen.

*Men det finns en betydande osäkerhet i värderingen*

Tabellen nedan ger en uppfattning om hur mycket värdet förändras vid olika antaganden om uthålliga rörelsemarginaler och vid olika avkastningskrav, allt annat lika.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
<b>WACC</b>					
<b>13,0%</b>	1,05	1,28	1,50	1,73	1,95
<b>14,0%</b>	0,90	1,10	<b>1,30</b>	1,50	1,70
<b>15,0%</b>	0,77	0,95	1,12	1,30	1,48

Källa: Redeye Rating

## Bong i ett nötskal

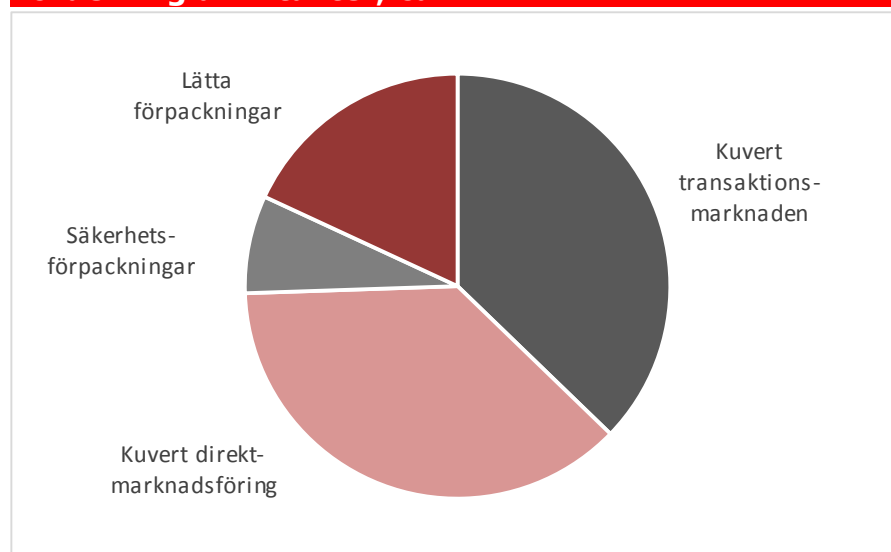
*Tydlig ambition att växa inom förpackningar*

Bong beskriver sig själva som ”ett av de ledande specialförpacknings- och kuvertföretagen i Europa...”. Förpackningar utgör förvisso bara en mindre andel av intäkterna, se graf nedan. Men inom detta segment finns ett antal tillväxtområden där Bong är väl positionerade. Det är också inom förpackningar som bolaget har tydliga ambitioner att expandera.

Bolaget brukar själva dela upp kuvertmarknaden i segmenten direktmarknadsföring respektive transaktionsmarknad. Skillnaden ur Bongs perspektiv är främst att kuvert som används i direktmarknadsföring som regel har ett mer avancerat tryck på utsidan. Det kräver större flexibilitet i produktionen då ledtiderna och serierna oftast är kortare. Samtidigt ger det bättre möjligheter att ta betalt. I direktmarknadsföringen används också kuvert med varierande färg, form och material för att förmedla ett önskat budskap till mottagaren.

För administrativa kuvert som är standardiserade och tillverkas i stora volymer har marginalerna varit lövtunna under de senaste åren. Bongs ungefärliga intäktsfördelning mellan dessa tre produktsegment framgår av grafen nedan. Säkerhetsförpackningar innehåller bland annat Tyvek-produkterna som är ett mindre prispressat segment. Försäljning av specialförpackningar har de redovisat löpande under flera års tid. Fördelningen mellan kuvertsegmenten anges däremot inte exakt och är inte helt enkelt att fastställa. Det finns helt enkelt en stor gråzon där transaktionspost kombineras med direktmarknadsföring.

### Fördelning av intäkter, ca



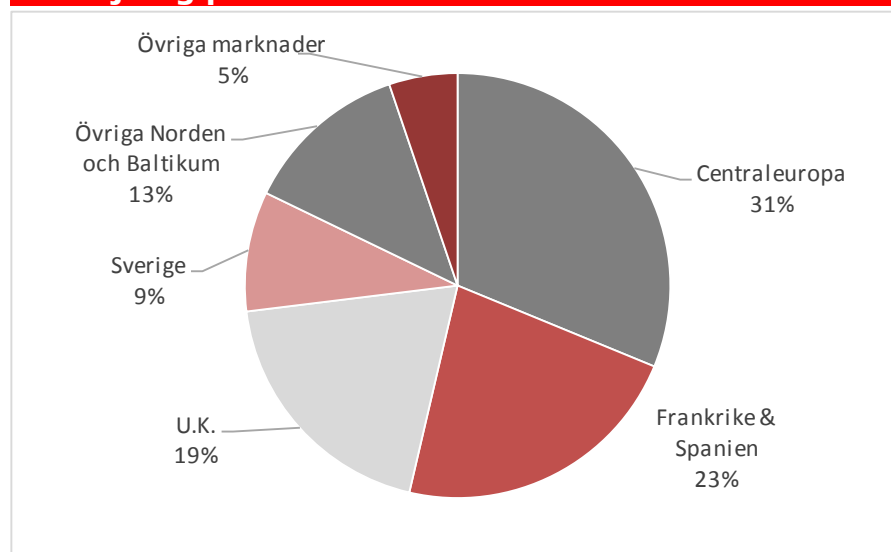
Källa: Bong samt Redeyes uppskattning



*Bong har ca 20% av europamarknaden*

Under fjolåret uppgick den europeiska kuvertmarknaden till cirka 65 miljarder kuvert, varav Bong tillverkade drygt 13 miljarder. Bolagets totala marknadsandel var därmed cirka 20%. Deras relativa position är starkast i Norden. Därefter Tyskland och Benelux. I Frankrike och U.K. ligger marknadsandelen strax över 20%. I södra och östra Europa är den betydligt lägre. I östra Europa och Ryssland finns en uttalad ambition att växa, medan länder som Italien är ointressanta för Bongs kuvertverksamhet då den redan är överetablerad. För specialförpackningar finns däremot tillväxtmöjligheter.

### Försäljning per land 2015



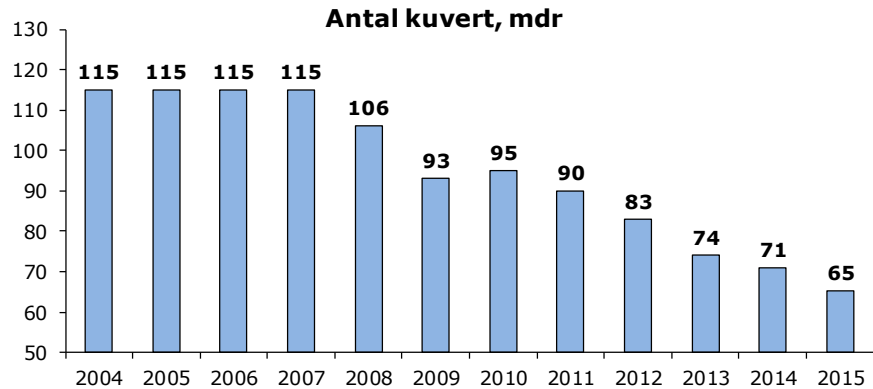
Källa: Bong

### 3 dominerande och många mindre aktörer

De tre största aktörerna: Bong, Mayer och Tompla har tillsammans cirka 60% av europamarknaden. Tyvärr saknas de traditionella fördelarna med en oligopolliknande marknad. Även om det skett en rejäl konsolidering finns det fortfarande en mängd mindre aktörer som i många fall kan erbjuda likvärdiga produkter. Enligt Bong är flera av dessa små familjeföretag som ofta tar affärer så länge de får positivt täckningsbidrag. I en bransch med krympande volymer och överkapacitet innebär det givetvis en ständig prispress. Bong räknar med fortsatt konsolidering av branschen men i ett långsammare tempo nu när de själva har slutfört sina kraftiga neddragningar. De mindre aktörerna har i många fall bara en anläggning och kan därför inte dra ned kapaciteten på annat sätt än att kasta in handduken. I ett längre tidsperspektiv kommer det säkerligen att ske successivt. Och det kommer knappast några nya aktörer eftersom marknaden hela tiden krymper.

*Relativt konsoliderat men ändå överkapacitet och ständig prispress*

## Kuvertmarknaden i Europa



Källa: FEPE (Europeisk branschförening)

*Administrativa kuvert  
minskar kontinuerligt*

Under 2015 tillverkades cirka 65 miljarder kuvert i Europa enligt statistik från branschföreningen FEPE. Volymerna på den europeiska kuvertmarknaden har minskat med i genomsnitt 5% de senaste 10 åren. Segmentet administrativa kuvert, eller transaktionsmarknaden som den benämns av Bong, har minskat betydligt mer än 5% per år. Sannolikt närmare 10%.

Fram till millennieskiftet pekade kurvan uppåt, men därefter har efterfrågan successivt minskat. Perioden 2004-07 var i ett historiskt perspektiv väldigt stabil, sannolikt drivet av en stark konjunktur. Åren därefter bidrog säkerligen bank- och finanskrisen till den kraftiga nedgången. Den strukturella trenden pekar alltjämt nedåt då övergången till elektronisk kommunikation vinner mark och tar över en allt större andel av den traditionella brevkorrespondensen.

### **Tillväxt i Öst**

*Ca 5% tillväxt i Östeuropa*

Till skillnad mot de krympande volymerna i Västeuropa växer kuvertmarknaden i Ryssland och Östeuropa fortfarande. Enligt Bong med omkring 5% per år. I Västeuropa konsumeras 200-300 kuvert per person och år. I de östeuropeiska länderna är motsvarande siffra 20-70 enligt Bong. Totalmarknaden är därmed betydligt mindre men i stadig tillväxt. I flera av länderna har den tyska konkurrenten Mayer en mycket stark ställning. Men i övrigt är konkurrensen begränsad och prisnivån bättre än i väst. Bong har sedan flera år egen kuverttillverkning i Ryssland och Polen och försäljning även i Rumänien. Planen är att givetvis växa vidare i dessa länder men att också etablera sig på närliggande marknader, exempelvis Bulgarien och Tjeckien.

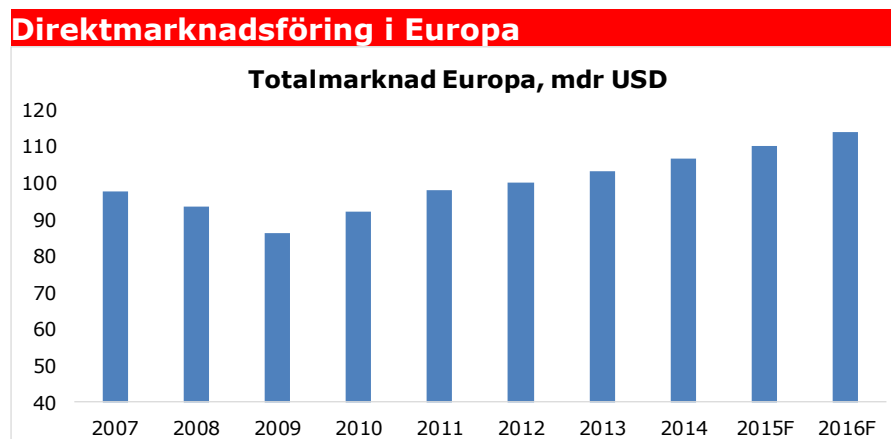
*Direktreklam är fortfarande en viktig marknadsföringskanal, men konjunkturkänslig*

## Direktmarknadsföring

Av Bongs totala kuvertförsäljning går omkring en tredjedel till marknaden för direktmarknadsföring. Detta segment har haft en relativt stabil utveckling trots att en stor del av annonsmarknaden flyttar över till internet. Efterfrågan är klart konjunkturkänslig, då denna kanal förknippas med snabb kundrespons. Bong har sedan Q3-rapporten ifjol uppgivit att de märkt av en förbättrad efterfrågan, men nu under andra kvartalet 2016 försvagades marknaden.

Diagrammet ger en uppfattning om hur denna marknad har utvecklats i Europa sedan år 2007. Siffrorna avser totalmarknaden, vilket innefattar flera andra led och ett väsentligt mycket större värde än det som berör Bongs verksamhet. Men det ger ändå en uppfattning om trendriktningen som alltså har varit uppåtriktad ända sedan bank- och finanskrisen år 2009. I enskilda länder har svängningarna mellan åren säkerligen varit större, men aggregerat i Europa är trenden stabilt uppåt.

Statista är ett tyskländsbaserat företag som tillhandahåller undersökningar och marknadsstatistik över ett antal olika branschområden.



Källa: Statista.com

## Lätta förpackningar

*Marknaden växer ca 7% per år*

*Men Bong har haft en svagare utveckling*

*Detaljhandelssegmentet går som tåget*

Denna marknad är extremt fragmenterad och några tillförlitliga data kring de segment som är relevanta för Bong finns sannolikt inte. Bolaget uppgav själva i sin senaste årsredovisning att marknaden växer med cirka 7% per år. Bongs egen försäljning inom förpackningar totalt sett har däremot haft en klart svagare utveckling än så under flera års tid. Den har faktiskt minskat med ungefär 7% per år. Stora delar av sortimentet går uppenbarligen svagt medan försäljning till kunder inom e-handel och detaljhandel har ökat stadigt.

Bong Retail Solutions som i huvudsak utgörs av presentpåsar och bärkassar omsatte 80 MSEK under 2015, nästan en tredubbling på fem år. Dessa produkter ökade 15% under 2015 jämfört med året innan. Bong räknar med 20% tillväxt inom detta segment under 2016. Den accelererande tillväxten beror främst på en satsning inom segmentet bärkassar tillverkade av papp. Här investerade bolaget nyligen i två nya produktionslinor och Bong uppger att de har fått god respons från kunderna som typiskt utgörs av stora och mellanstora detaljhandelskedjor.

Inom e-handel, som är det andra tillväxtbenet, gjordes nyligen också en viktig investering. I den polska fabriken tillverkas bubbelpåsar. Bong kan även göra tilltryck på bubbelpåsarna vilket efterfrågas i högre utsträckning.

## Förvärv på agendan

*Målsättning: 40% av koncernens försäljning i slutet av 2019*

*Kommer kräva ett antal förvärv*

Av Bongs senaste årsredovisning framgår att en av deras övergripande målsättningar är att lätta förpackningslösningar skall stå för mer än 40% av koncernens försäljning i slutet av 2019. För att nå dit kommer det krävas en del kompletteringsförvärv. Idag utgör förpackningar omkring 17% av Bongs intäkter. Om kuvertsidan skulle minska med 5% per år skall förpackningar växa med drygt 150% fram till år 2019 för att infria målet. Det kommer med andra ord krävas ett antal förvärv. Det finns säkerligen en mängd med intressanta förvärvsobjekt eftersom marknaden är klart fragmenterad. Bong har lång erfarenhet av bolagsförvärv sedan tidigare även om de under de senaste två åren inte har köpt något bolag. Men det är inte alls självklart att de intressanta bolagen är till salu till rätt pris. Vi är också osäkra på hur finansieringen skall lösas. Efter den senaste skuldnedskrivningen kan Bong ha svårt att ta nya banklån.

## Plastpåsen på väg bort

*Plastpåsens död kan bli Bongs bröd*

En faktor som bolaget bedömer blir en viktig tillväxt drivare är EU-lagstiftning som gör att plastpåsar successivt kommer försvinna från marknaden. Detta öppnar upp för ökad användning av papperspåsar vilket skulle ge en växande efterfrågan under lång tid framöver. Bong är i så fall mycket väl positionerad att få god utväxling på dessa nya möjligheter.

## Ägare och ledning

*Stéphane Hamelin, stark  
huvudägare och  
koncernchef*

Dominerande huvudägare är alltså franska Holdham som blev delägare då Bong och Hamelin gick samman hösten 2010. Holdhamns ägare Stéphane Hamelin har varit Bongs koncernchef sedan 2014 och sitter även i styrelsen.

*Ny ordförande: Christian  
Paulsson*

En förändring som skedde i samband med årets stämma var att Christian Paulsson tog över ordförandeklubban från Eric Joan. Eric Joan är VD för Hamelin Group, som är ett helägt dotterbolag till Holdham S.A. och sitter kvar i Bongs styrelse. Christian Paulsson har via Paulsson Advisory en relativt stor aktiepost sedan år 2014. Han är också en av bolagets mest aktiva ägare.

I styrelsen finns också två personer utan koppling till någon huvudägare. Mikael Ekdahl har suttit med ända sedan år 2001. Ursprungligen på Melker Schörlings mandat som länge var en av de dominerande ägarna. Helena Persson är det senaste nytillskottet. Hon tog plats i styrelsen under 2015.

## Ägarförändringar

*Nordea och Swedbank  
har sålt*

I samband med både den senaste refinansieringen och den som skedde år 2013 blev bolagets huvudbanker, Nordea och Swedbank, aktieägare. Det skedde mer eller mindre frivilligt genom att fordringar konverterades till aktier. Dessa båda har nu sålt sina innehav under våren 2016. Ett par nya namn på ägarlistan är Theodor Jeansson och Ulf Tidholm, som nu är tredje respektive fjärde största ägare.

*Theodor Jeansson och Ulf  
Tidholm har köp*

### Största ägare maj 2016

	Antal aktier (milj)	Andel
Holdham S.A.	52,9	25,0%
Svolder	16,7	7,9%
Theodor Jeansson	10,5	5,0%
Ulf Tidholm	10,1	4,8%
Christian Paulsson	9,1	4,3%
Clearstream Banking S.A.	8,0	3,8%
SEB Life International Assurance	5,5	2,6%
UBS S.A -UCITS, Clients	5,0	2,3%
Avanza Pension	4,7	2,2%
John Holtz Elvesjö	4,0	1,9%
Mangold Fondkommission AB	4,0	1,9%
Mexor i Skellefteå AB	4,0	1,9%
Alf Tönnesson	3,8	1,8%
Övriga, tot ca 1800 st	73,2	34,7%
<b>Summa:</b>	<b>211,2</b>	<b>100,0%</b>

Källa: Bongs hemsida

## Highlights i Q2-rapporten:

- Resultatet blev lite svagare än vi hade räknat med: EBIT minus 8 MSEK. Orsaken är främst lägre bruttomarginaler. Omsättningen sjönk 6 procent jämfört med Q2-15, vilket var exakt som väntat.
- Den försvagade bruttomarginalen berodde enligt Bong på ökad prispres till följd av vikande volymer på kuvertmarknaden.
- En ljusglimt i rapporten är förpackningssidan som nu återigen börjar visa tillväxt. Försäljningen ökade 7 procent jämfört med samma period ifjol drivet av detaljhandelssegmentet. Bong har haft bra tillväxt inom detta segment under flera år. Deras senaste investering i tillverkning av pappersbärkassar har förutsättningar att fortsätta växa under lång tid då plastpåsarna är på väg bort.
- Kuvertmarknaden fortsatte att försvagas under det första halvåret. Bolagets uppskattning är att volymerna i Västeuropa minskade med cirka 8 procent och bolaget bedömer att den takten kommer att hålla under resten av året.
- Den stora förändringen som skedde under våren var en försvagning inom segmentet direktmarknadsföring. Enligt Bong har efterfrågan från dessa kunder minskat kraftigt, i synnerhet i England men även på andra större marknader, till följd av politisk osäkerhet i Europa.
- Bolaget siktar likafullt fortfarande på att kunna leverera ett positivt helårsresultat på sista raden, justerat för de positiva engångseffekterna i Q1 från refinansieringen.
- Årets andra kvartal är säsongsmässigt bolagets svagaste. Bong borde därför kunna leverera bättre resultat under andra halvåret, i synnerhet om förpackningssidan fortsätter att växa.
- Vi tvingas ändå trimma våra resultatprognoser för 2016-17. Utfallet i Q2 och signalerna om en svagare efterfrågan inom direktmarknadsföring vägs inte riktigt upp av att förpackningar visar en hoppningivande vändning i tillväxtkurvan.

Förväntat vs. utfall								
(MSEK)	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16P	Utfall	Diff
Försäljning	639	533	560	613	567	502	500	0%
varav Förpackningar	102	86	95	115	89	80	92	15%
Bruttoresultat	120	79	91	116	101	88	78	-11%
EBITDA, ex e.o.	33	16	20	37	24	22	5	-76%
EBIT	-2	-6	3	1	11	9	-8	n.m.
Finansnetto	-14	-14	-12	-16	421	-8	-10	-25%
Resultat före skatt	-16	-20	-9	-15	432	1	-18	n.m.
Försäljningstillväxt	-3%	-10%	-7%	-9%	-11%	-6%	-6%	
Bruttomarginal	18,8%	14,8%	16,3%	18,9%	17,8%	17,5%	15,6%	
EBITDA-marginal, ex e.o.	5,2%	2,9%	3,5%	6,0%	4,3%	4,4%	1,1%	
Nettolåneskuld	800	847	861	837	293		300	

Källa: Bong, Redeye Research

## Prognoser

Våra försäljnings- och resultatprognoser framgår av tabellen nedan. Från Bongs externa rapportering känner vi till intäktsfördelningen mellan förpackningar och övriga produkter (i huvudsak kuvert). Resultatet rapporteras däremot enbart aggregerat. Hur resultatet fördelade sig åren 2014-15 är således Redeyes uppskattning.

+427 MSEK e.o. post Q1-16

Strukturkostnader 2018-19P: 15 MSEK/år

Lägre räntekostnader

År 2016 inkluderar effekten av refinansieringen som bokförs som en jämförelsestörande post i finansnettot. Denna ingick i Q1-resultatet och uppgick till 427 MSEK. I våra prognoser antas kostnader för kommande strukturåtgärder 2018-19 om 15 MSEK per år. Vi räknar med en successivt förbättrad bruttomarginal i takt med att förpackningar ökar som andel av koncernens totala försäljning. Räntekostnaderna har minskat markant och utgörs främst av obligationsräntan som är 20 MSEK (10% av 200 MSEK).

### Kuvert – fortsatt krympande

Vi räknar med att kuvertmarknaden fortsätter att krympa med 5-10% per år inom det så kallade transaktionsområdet. Bong har omkring en tredjedel av kuvertförsäljningen inom direktmarknadsföring och förhoppningsvis en växande försäljning till Östeuropa. Vi tror ändå att intäkterna sammantaget inom kuvertområdet kommer fortsätta minska under kommande år. Bong skulle sannolikt kunna ta marknadsandelar men vi tror att de kommer vara disciplinerade och avstå ifrån affärer med alltför låg lönsamhet.

Redeyes prognoser						
MSEK	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>Kuvert</b>						
Omsättning	2118	1947	1820	1730	1649	1591
tillväxt	-1%	-8%	-7%	-5%	-5%	-4%
EBIT *	-10	6	27	44	51	50
EBIT-marginal	neg	0,3%	1,5%	2,5%	3,1%	3,2%
<b>Lätta förpackningar</b>						
Omsättning	415	398	409	429	451	473
tillväxt	-1%	-4%	3%	5%	5%	5%
EBIT *	19	20	20	26	32	33
EBIT-marginal	4,5%	5,0%	5,0%	6,0%	7,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinster mm	-132	-21	0	0	-15	-15
<b>Summa omsättning</b>						
	<b>2533</b>	<b>2345</b>	<b>2229</b>	<b>2160</b>	<b>2100</b>	<b>2064</b>
tillväxt	-1%	-7%	-5%	-3%	-3%	-2%
<b>Bruttoresultat</b>						
	<b>467</b>	<b>406</b>	<b>390</b>	<b>395</b>	<b>399</b>	<b>402</b>
Bruttomarginal	18,4%	17,3%	17,5%	18,3%	19,0%	19,5%
<b>EBITDA, exkl e.o.</b>						
	<b>110</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>119</b>	<b>128</b>	<b>127</b>
D.o. marginal	4,3%	3,9%	4,5%	5,5%	6,1%	6,1%
<b>EBIT</b>						
	<b>-123</b>	<b>-5</b>	<b>48</b>	<b>70</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
Finansnetto **	-55	-55	393	-37	-33	-30
Resultat före skatt	-178	-60	441	33	35	39

\* Redeyes egen uppskattning avseende tidigare år.

\*\* Varav e.o. poster +427 MSEK år 2016P.

Källa: Bong årsredovisning, Redeye Research

### Förpackningar – på väg uppåt

Här har Bong utan tvekan stora tillväxtambitioner. Även om bolaget inte beskrivit hur detta segment skall nå 40% av koncernens omsättning är det uppenbart att det kommer krävas betydande bolagsförvärv. Marknaden är så pass fragmenterad att det säkert finns en mängd intressanta köpkandidater. Vi räknar också med att Bong kommer genomföra flera kompletteringsförvärv de kommande åren men har inte inkluderat dem i våra prognoser. Affärerna får utvärderas i takt med att de annonseras.

*Vi räknar med att tillväxten vänder uppåt innevarande år*

I den befintliga förpackningsrörelsen har försäljningen minskat under de senaste åren. Vi tror att trenden kan vända innevarande år då detaljhandelssegmentet fortsätter att växa starkt och får allt större genomslag i de totala intäkterna. Bong uppger också att försäljningen av e-handelsförpackningar ökar. Vi har dessvärre väldigt begränsad insyn i de olika kund- och produktgrupperna och vet inte hur stort detta segment är inom Bong eller hur det har utvecklats. Förhoppningsvis kommer bolaget redovisa detta tydligare då det skulle underlätta i bedömningen av deras framtidsutsikter.

Även om vi har lite tunt underlag att basera prognoserna på är vi försiktigt optimistiska och räknar med att förpackningsverksamheten kommer växa med förbättrad lönsamhet de kommande åren.

### Övriga kommentarer till prognoserna

*Lågt investeringsbehov och höga avskrivningar...*

*... maskerar underliggande lönsamhet*

**Capex** behovet i den löpande verksamheten är blygsamt. Inom kuvert behövs ingen ny kapacitet. Snarare tvärt om och Bong har sålt maskiner vid flera tillfällen de senaste åren. Vi har räknat med total Capex omkring 30 MSEK per år den närmaste tiden. Möjligen kan den bli högre inom förpackningssidan om bolaget gör någon enskild större satsning. Avskrivningsnivån har förvisso minskat markant men ligger fortfarande väsentligt högre än investeringsbehovet och maskerar därför den underliggande lönsamheten.

*Ingen utdelning...*

**Rörelsekapitalet** bör kunna trimmas i synnerhet vad gäller lagernivåer. I samband med att man har flyttat produktion och stängt fabriker har Bong hållit lager för att säkerställa leveranser. Bolaget räknar själva med att nu kunna trimma dessa med cirka 30 MSEK.

*... men förvärv och amorteringar*

**Utdelning till aktieägarna** är inte aktuellt de närmaste åren till följd av villkoren i obligationen. Vi räknar med positiva resultat och ännu lite starkare kassaflöden vilket gör att balansräkningen väntas stärkas rejält. Dessa pengar kommer av allt att döma i första hand användas till bolagsförvärv inom förpackningar och att fortsätta amortera ner lånen.



## Värdering

Motiverat värde:  
~1,30 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 575 MSEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld blir motiverat börsvärde cirka 275 MSEK, **eller 1,30 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 22 juni 2016, var motsvarande värde 1,37 SEK. Skillnaden beror främst på sänkta prognoser för åren 2016-17.

Vår värdering baseras på nuvarande antal aktier och beaktar inte utspädningseffekten av de 40 miljoner utestående teckningsoptionerna. Då teckningskursen är 1,15 SEK är det också osäkert om de kommer att nyttjas. Maximalt kan det tillkomma 40 miljoner nya aktier till och med februari 2019. Värderingsmässigt blir utspädningseffekten ändå begränsad eftersom nettoskulden i så fall skulle reduceras med 46 MSEK.

### WACC

Antagen WACC: 14%

Avkastningskravet (WACC) som har använts är 14,0%. Detta räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagsspecifika risken och berör allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning. Aktiens likviditet och volatilitet ingår däremot inte i dessa kriterier, vilket skiljer sig från hur man i allmänhet definierar och beräknar WACC.

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

### Långsiktiga antaganden för tillväxt och lönsamhet

I takt med att Bongs förpackningsverksamhet växer kommer den negativa tillväxten på koncernnivå att plana ut. För perioden 2019-25 har vi antagit nolltillväxt. Genomsnittlig uthållig rörelsemarginal antas bli 3,0%. Det är förvisso aningen lägre än under prognosperioden. Men vi har tagit höjd för behov av nya omstruktureringar, sämre konjunktur och andra eventuella problem som bolaget kan stöta på under denna period.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
<b>WACC</b>					
<b>13,0%</b>	1,05	1,28	1,50	1,73	1,95
<b>14,0%</b>	0,90	1,10	<b>1,30</b>	1,50	1,70
<b>15,0%</b>	0,77	0,95	1,12	1,30	1,48

Källa: Redeye Research

EV/EBITDA 4-5x är bland de lägsta på Stockholmsbörsen

### Låga multiplar

Baserat på våra prognoser handlas aktien nu utan tvekan till klart låga multiplar. EV/EBITDA är den mest relevanta då den beaktar både att nettoskulden är stor (relativt börsvärdet) och att avskrivningarna är höga (relativt investeringsbehovet). EV/EBITDA omkring 4-5x är bland de lägsta värderade bolagen på Stockholmsbörsen.

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 0,97 SEK	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
P/E	neg	20,6	6,2	7,1	6,5
EV/EBITDA	6,8	5,2	4,3	4,5	4,6
EV/EBIT	neg	10,8	7,4	7,5	7,5

P/E 2016E justerat för e.o. poster.

Källa: Redeye Research

### Scenarios

Vårt huvudscenario (Base case) som beskrevs ovan är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde **omkring 1,3 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 omkring 2,3 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 2019-25					
-3,0%	0,43	0,77	1,10	1,45	1,79
<b>0,0%</b>	0,50	0,90	<b>1,30</b>	1,7	2,1
3,0%	0,58	1,04	1,49	1,96	2,42
6,0%	0,65	1,17	1,69	2,21	2,73

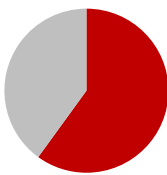
Källa: Redeye Research

## 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.

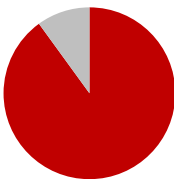
**Ratingförändringar i denna rapport:** Inga förändringar.

Ledning 6,0p



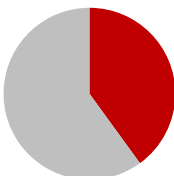
Ledningen har utan tvekan god branscherfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt präglats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa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

Ägarskap 9,0p



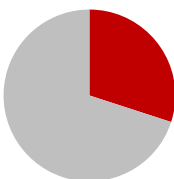
Bong får i stort sett full pott avseende ägarskap. Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin är både styrelsemedlem och koncernchef. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital vid behov. För ett ännu högre betyg krävs att fler styrelsemedlemmar ökar sina aktieinnehav.

Vinstutsikter 4,0p



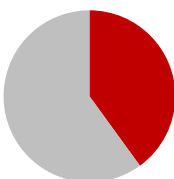
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar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

Lönsamhet 3,0p



Trenden är nu positiv och resultatet har kommit över nollstrecket. 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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	2 533	2 345	2 229	2 160	2 100
Summa rörelsekostnader	-2 555	-2 275	-2 129	-2 041	-1 987
<b>EBITDA</b>	<b>-22</b>	<b>70</b>	<b>100</b>	<b>119</b>	<b>113</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-88	-64	-43	-42	-39
Avskrivningar immateriella tillg.	-13	-11	-9	-7	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-123</b>	<b>-5</b>	<b>48</b>	<b>70</b>	<b>68</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-55	-55	393	-37	-33
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-178</b>	<b>-60</b>	<b>441</b>	<b>33</b>	<b>35</b>
Skatt	28	-4	-94	0	-6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-150</b>	<b>-64</b>	<b>347</b>	<b>33</b>	<b>29</b>
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	97	244	89	91	137
Kundfordringar	328	296	290	281	273
Lager	254	212	201	194	189
Andra fordringar	46	98	81	81	81
<b>Summa omsätt.</b>	<b>725</b>	<b>850</b>	<b>660</b>	<b>647</b>	<b>680</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	386	235	212	195	186
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	3	4	4	4	4
Goodwill	567	557	553	553	553
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	37	47	45	43	42
Övr. anlägg. tillg.	3	3	3	3	3
<b>Summa anlägg.</b>	<b>997</b>	<b>845</b>	<b>815</b>	<b>797</b>	<b>787</b>
Uppsk. skatteford.	243	234	140	140	140
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1964</b>	<b>1929</b>	<b>1616</b>	<b>1583</b>	<b>1606</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	288	210	212	216	210
Kortfristiga skulder	171	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	380	275	274	274	274
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>840</b>	<b>485</b>	<b>486</b>	<b>490</b>	<b>484</b>
Räntebr. skulder	651	1081	369	300	300
L. icke ränteb.skulder	2	2	1	1	1
Konvertibler	64	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>1557</b>	<b>1568</b>	<b>857</b>	<b>791</b>	<b>785</b>
Uppskj. skatteskuld	23	33	33	33	33
Avsättningar	7	11	17	17	17
Eget kapital	<b>377</b>	<b>313</b>	<b>705</b>	<b>738</b>	<b>767</b>
Minoritet	0	4	4	4	4
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>377</b>	<b>317</b>	<b>709</b>	<b>742</b>	<b>771</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>1964</b>	<b>1929</b>	<b>1616</b>	<b>1583</b>	<b>1606</b>
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	2 533	2 345	2 229	2 160	2 100
Sum rörelsekost.	-2 555	-2 275	-2 129	-2 041	-1 987
Avskrivningar	-101	-75	-52	-49	-45
<b>EBIT</b>	<b>-123</b>	<b>-5</b>	<b>48</b>	<b>70</b>	<b>68</b>
Skatt på EBIT	20	0	-10	0	-12
<b>NOPLAT</b>	<b>-103</b>	<b>-5</b>	<b>38</b>	<b>70</b>	<b>56</b>
Avskrivningar	101	75	52	49	45
<b>Brutokassaflöde</b>	<b>-3</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>119</b>	<b>101</b>
Föränd. i rörelsekap	169	-144	18	20	7
Investeringar	-68	83	-30	-30	-35
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>98</b>	<b>10</b>	<b>78</b>	<b>108</b>	<b>73</b>
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	19%	45%	44%	47%	48%
Skuldsättningsgrad	235%	50%	52%	41%	39%
Nettoskuld	790	837	280	209	163
Sysselsatt kapital	1 167	1 030	989	951	934
Kapit. oms. hastighet	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	-1%	-7%	-5%	-3%	-3%
VPA-tillväxt (just)	164%	-57%	-501%	-91%	-12%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,0 %	NPV FCF (2016-2018)	216
		NPV FCF (2019-2025)	191
		NPV FCF (2026-)	162
		Rörelsefrämjade tillgångar	73
		Räntebärande skulder	-367
		Motiverat värde MSEK	274
Antaganden 2019-2025			
Genomsn. förs. tillv.	0,0 %	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>1,3</b>
FRIT-marginal	3,0 %	Börskurs, SEK	0,9

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-33%	-12%	48%	5%	4%
ROCE	-9%	0%	5%	7%	7%
ROIC	-8%	0%	4%	7%	6%
EBITDA-marginal	-1%	3%	4%	5%	5%
EBIT-marginal	-5%	0%	2%	3%	3%
Netto-marginal	-6%	-3%	16%	2%	1%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,96	-0,41	1,64	0,16	0,14
VPA just	-0,96	-0,41	1,64	0,16	0,14
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	5,04	5,37	1,33	0,99	0,77
Antal aktier	156,70	156,70	211,25	211,25	211,25

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	945,1	482,0	484,1	412,8	366,7
P/E	-1,0	-2,9	0,6	6,2	7,0
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	-42,4	6,8	4,8	3,5	3,2
EV/EBIT	-7,7	-96,4	10,1	5,9	5,4
P/BV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e
1 mån	6,7 %	Omsättning	-6,2 %
3 mån	-4,0 %	Rörelseresultat, just	n.m.
12 mån	-27,8 %	V/A, just	n.m.
Årets Början	-20,0 %	EK	37,1 %

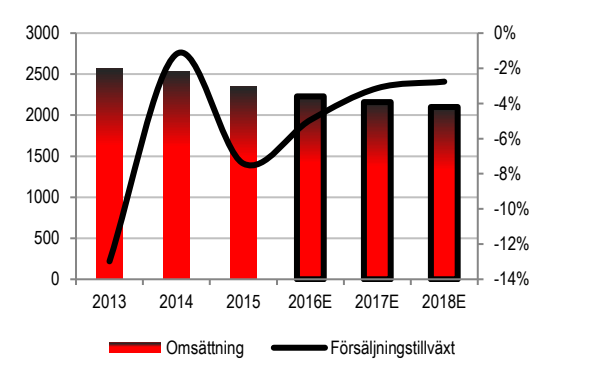
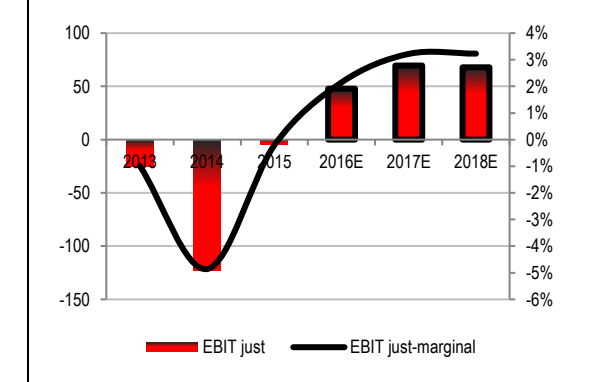
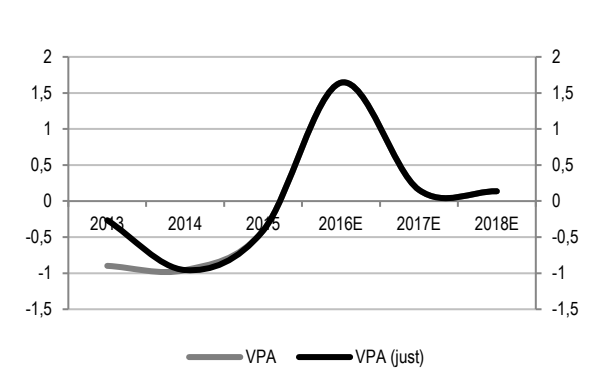
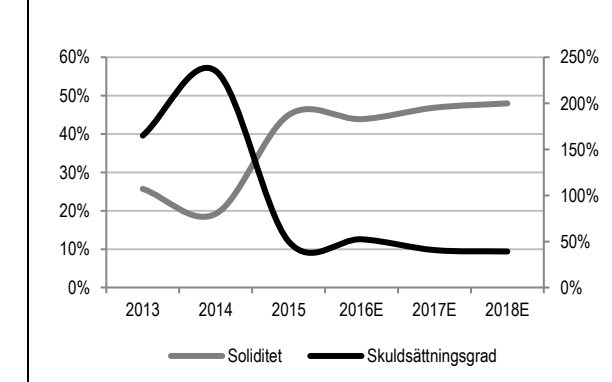
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
Svolder AB	7,9 %	7,9 %
Ulf Tidholm	4,8 %	4,8 %
Theodor Jeansson	4,7 %	4,7 %
Paulsson Advisory AB	4,3 %	4,3 %
Clearstream Banking S.A.	3,8 %	3,8 %
SEB Life	2,6 %	2,6 %
John Holtz Elvesjö	2,3 %	2,3 %
UBS (Lux) S.A. UCITS	2,3 %	2,3 %
Avanza Pension	2,2 %	2,2 %

Aktien	
Reuterskod	BOLJ.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	0,9
Antal aktier, milj	211,2
Börsvärde, MSEK	194,8

Bolagsledning & styrelse	
VD	Stéphane Hamelin
CFO	Håkan Gunnarsson
IR	
Ordf	Christian Paulsson

Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	November 17, 2016
FY 2016 Results	February 16, 2017

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>2500</td> <td>-12%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>2500</td> <td>-2%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>2300</td> <td>-8%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>2200</td> <td>-4%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>2150</td> <td>-3%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>2100</td> <td>-2%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2013	2500	-12%	2014	2500	-2%	2015	2300	-8%	2016E	2200	-4%	2017E	2150	-3%	2018E	2100	-2%	 <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>2013</td> <td>-10</td> <td>-5%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>-120</td> <td>-5%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-10</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>40</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>60</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>60</td> <td>3%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2013	-10	-5%	2014	-120	-5%	2015	-10	0%	2016E	40	2%	2017E	60	3%	2018E	60	3%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2013	2500	-12%																																									
2014	2500	-2%																																									
2015	2300	-8%																																									
2016E	2200	-4%																																									
2017E	2150	-3%																																									
2018E	2100	-2%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2013	-10	-5%																																									
2014	-120	-5%																																									
2015	-10	0%																																									
2016E	40	2%																																									
2017E	60	3%																																									
2018E	60	3%																																									
<p><b>Vinst Per Aktie</b></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>2013</td> <td>-0.8</td> <td>-0.5</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>-1.0</td> <td>-0.8</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>-0.8</td> <td>-0.5</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>1.6</td> <td>1.6</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>0.2</td> <td>0.2</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>0.2</td> <td>0.2</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2013	-0.8	-0.5	2014	-1.0	-0.8	2015	-0.8	-0.5	2016E	1.6	1.6	2017E	0.2	0.2	2018E	0.2	0.2	<p><b>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</b></p>  <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>25%</td> <td>180%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>20%</td> <td>220%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>48%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>48%</td> <td>50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2013	25%	180%	2014	20%	220%	2015	45%	50%	2016E	45%	50%	2017E	48%	50%	2018E	48%	50%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2013	-0.8	-0.5																																									
2014	-1.0	-0.8																																									
2015	-0.8	-0.5																																									
2016E	1.6	1.6																																									
2017E	0.2	0.2																																									
2018E	0.2	0.2																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2013	25%	180%																																									
2014	20%	220%																																									
2015	45%	50%																																									
2016E	45%	50%																																									
2017E	48%	50%																																									
2018E	48%	50%																																									
<p><b>Produktområden</b></p>	<p><b>Geografiska områden</b></p>																																										
<p><b>Intressekonflikter</b></p> <p><b>Henrik Alveskog äger aktier i Bong: Nej</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p><b>Verksamhetsbeskrivning</b></p> <p>Bong är ett av Europas ledande företag i kuvertbranschen. Kuverten tillverkas vid egna anläggningar och säljs framförallt i norra och centrala Europa. Bong har också en omfattande verksamhet inom tilltryck för direktreklam och satsar särskilt på sina specialförpackningar för e-handel och detaljhandel.</p>																																										

**DISCLAIMER****Viktig information**

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

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

**Ansvarsbegränsning**

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

**Potentiella intressekonflikter**

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

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

**Angående Redeys analysbevakning**

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

**Rating/Rekommendationsstruktur**

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

**Redeye Rating (2016-07-19)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	42	19	7	17
3,5p - 7,0p	69	61	91	35	44
0,0p - 3,0p	6	14	7	75	56
Antal bolag	117	117	117	117	117

\*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.