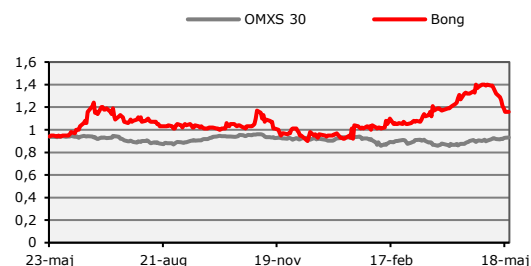


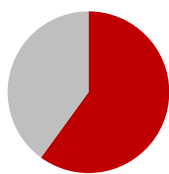
Sammanfattning
Bong (BOLJ.ST)
Godkänd inledning på 2018

- Q1-rapporten avvek inte nämnvärt från våra förväntningar. Justerat för kalendereffekter och ett par små e.o. poster var både försäljning och resultat i stort sett oförändrade Y/Y.
- Övertagandet av Intermails kuvertverksamhet ger ett välkommet volymtillskott samtidigt som en stor konkurrenten försvinner. Bong har också avyttrat sitt ryska bolag och lämnar nu denna marknad. Kanske inte så överraskande då den saknar synergier med övriga enheter i koncernen.
- Våra prognosförändringar är små medan rating för Lönsamhet ökar något. Motiverat värde för vårt Base case scenario har stigit till omkring 1,2 SEK per aktie. Värderingsintervallet är dock stort (0,6-2,2 SEK per aktie) till följd av att Bong har en rejäl hävstång, både operativt och finansiellt.

Lista: Nasdaq Small Cap
 Börsvärde: 245 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Håkan Gunnarsson
 Styrelseordf: Christian Paulsson

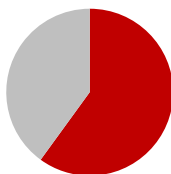

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



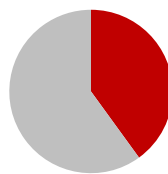
6,0 poäng

Ägarskap



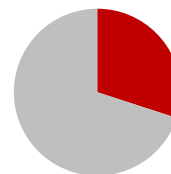
6,0 poäng

Vinstutsikter



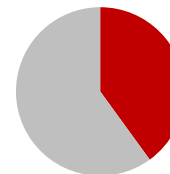
4,0 poäng

Lönsamhet



3,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 135	2 095	2 124	2 070	2 006	Aktiekurs (SEK)	1,16
Tillväxt	-9%	-2%	1%	-3%	-3%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	61	91	88	101	98	Börsvärde (MSEK)	245
EBITDA-marginal	3%	4%	4%	5%	5%	Nettoskuld (MSEK)	300
EBIT	9	45	46	63	66	Free float (%)	70 %
EBIT-marginal	0%	2%	2%	3%	3%	Dagl oms. ('000)	180
Resultat före skatt	393	1	3	29	45		
Nettoresultat	295	-12	2	25	39		
Nettomarginal	14%	Neg	0%	1%	2%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	1,80	-0,06	0,01	0,12	0,19	Henrik Alveskog	
P/E	0,5	Neg	144,3	9,9	6,3	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
EV/EBITDA	8,2	5,4	5,9	4,5	4,0		

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.

Godkänd inledning på 2018

Utfallet i Q1-rapporten var i huvudsak som väntat. Justerat för kalendereffekt och ett par e.o. poster är både försäljning och resultat i princip oförändrat Y/Y. Bong kommer under 2018 få ett skapligt tillskott genom Intermail-affären som ger bättre kapacitetsutnyttjande. Samtidigt avyttras den ryska verksamheten och nettoeffekten på försäljningen blir därför liten. Den stora utmaningen är alltjämt att kompensera sig för stigande papperspriser som utgör omkring hälften av de totala kostnaderna.

Tillskott från Intermail

Och bortfall i Ryssland

Utfall som väntat

Förväntat vs. utfall				
(MSEK)	Q1'17	Q1'18P	Utfall	Diff
Försäljning	545	550	538	-2%
varav Förpackningar	98	100	97	-3%
Bruttoresultat	100	98	93	-5%
EBITDA	30	26	23	-12%
EBIT	19	15	12	-20%
Resultat före skatt	7	4	1	-75%
Försäljningstillväxt	-4%	1%	-1%	
Bruttomarginal	18.3%	17.8%	17.3%	
EBITDA-marginal	5.5%	4.7%	4.3%	

Källa: Bong, Redeye Research

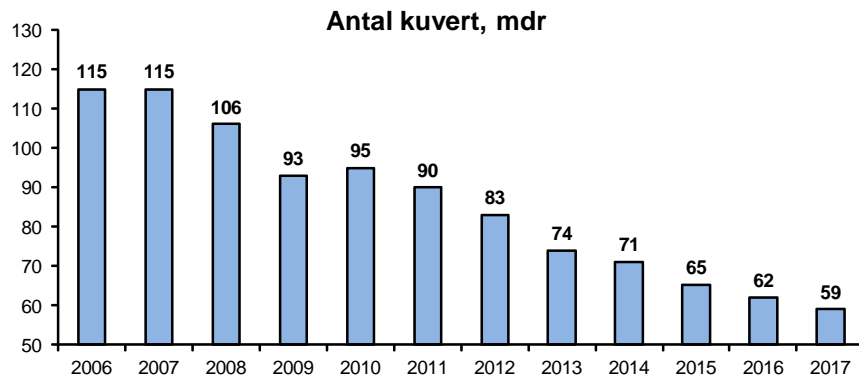
Stabil försäljning men bruttomarginalerna har halkat ned en aning

Försäljningen har under de tre senaste kvartalen varit i princip oförändrad Y/Y trots den vikande trenden på kuvertmarknaden. Bong har sannolikt ökat sina marknadsandelar. Dessutom har stigande papperspriser och successiva prishöjningar från Bong det senaste året vägt upp en del av volymbortfallet. Bruttomarginalen har halkat ner en aning, men om Bong lyckas väl med sina prishöjningar kan marginalerna lyfta någon procentenhet vilket skulle ge stort genomslag på sista raden.

Kvartalsvis utveckling							
(MSEK)	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18
Försäljning	489	579	545	481	491	578	538
varav Förpackningar	94	124	98	89	93	135	97
Bruttoresultat	77	117	100	92	84	105	93
EBITDA, ex e.o.	10	39	25	19	13	34	25
EBIT	-10	15	19	7	2	17	12
Finansnetto	-12	-15	-12	-12	-10	-11	-11
Resultat före skatt	-22	0	7	-4	-8	6	1
Försäljningstillväxt	-13%	-6%	-4%	-4%	0%	0%	-1%
Bruttomarginal	15,8%	20,2%	18,3%	19,2%	17,0%	18,2%	17,3%
EBITDA-marginal, ex e.o.	2,0%	6,8%	4,7%	4,0%	2,6%	5,9%	4,6%
Kassaflöde efter investeringar	-23	23	22	-12	9	27	-1
Nettolåneskuld	347	315	294	315	315	294	300

Källa: Bong, Redeye Research

Kuvertmarknaden i Europa



Källa: Baserat på branschföreningen FEPEs medlemsstatistik som täcker huvuddelen av marknaden, Bong, Redeye Research.

Diagrammet ovan visar trenden på den europeiska kuvertmarknaden. Volymerna har minskat med cirka 6 procent per år sedan år 2010. Nu i Q1 var nedgången 9 procent, men variationerna kan bero på kalendereffekter och liknande. Den nedåtgående trenden tvingar branschen till ständiga kapacitetsanpassningar och en gradvis konsolidering i produktionsledet. Tyska BlessOF stängde nyligen en av sina stora fabriker med kapacitet om 1 miljard kuvert per år, vilket är välkommet men långt ifrån tillräckligt för att rätta till obalansen.

Fabriksstängning i Tyskland

Tog över Intermails kuvertverksamhet i mars

Danska Intermail har haft stora lönsamhetsproblem och låter Bong ta över kunder och säljpersonal. Det är 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. En positiv aspekt är att Bong helt enkelt kommer sälja sina egna produkter till den nya kundbasen. Inga förändringar annat än att de kan öka produktionstakten. Nackdelen blir ju då att vissa kunder kanske väljer andra leverantörer/produkter. Av Bongs årsredovisning framgick att de räknar med att affären skall ge ett försäljningstillskott om dryga 100 MSEK på årsbasis. Uppenbarligen räknar de med att tappa en del av den tidigare försäljningen. Eftersom köpeskillingen utgår i form av royalties baserat på de kommande årens försäljning, borde affären ändå ge positiva effekter på bolagets lönsamhet.

Volymtillskott om dryga 100 MSEK

Sålde sitt ryska bolag i april

Bong sålde sitt 50 procentiga innehav i det ryska bolaget Postac LLC i april. Verksamheten som konsoliderades i Bong, har haft en årsomsättning omkring 70 MSEK och varit lönsam på senare tid. Orsaken till försäljningen är att det saknas synergier med de övriga enheterna. Eftersom det inte gick ut någon pressrelease när affären genomfördes antar vi att resultateffekten blir väldigt blygsam. Betalningen kommer ske under en treårsperiod.

Ryssland omsatte cirka 70 MSEK

Prognoser

Valutamedvind

Våra försäljningsprognoser påverkas av tillskottet från Intermail samt avyttringen av den ryska verksamheten. Nettoeffekten blir ganska liten. Däremot ser valutaeffekterna ut att bli desto större under det kommande året efter den svenska kronförsvagningen. Vi räknar med något förbättrade marginaler i takt med att Bong kan kompensera sig för de stigande papperspriserna genom egna prishöjningar successivt under året.

Ökad andel förpackningar bör stärka bruttomarginalen

Förpackningar, som består av ett antal olika produktsegment, visade tillväxt i försäljningen under fjolåret. Det beror förmodligen på att de växande segmenten (Retail Solutions och e-handel) fått större genomslag på totalen, vilket ser ut att vara en bestående trend.

Lägre räntekostnader från 2019

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. Våra prognoser inkluderar strukturkostnader om netto 10 MSEK per år framgent. Delar av kostnaderna vägs ofta upp av att maskiner säljs till länder utanför Europa. Finansnettot kommer kunna förbättras markant från och med 2019 då Bong sannolikt har refinansierat sin obligation till en klart lägre ränta.

Redeyes prognoser					
MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Kuvert					
Omsättning	1736	1680	1688	1613	1525
tillväxt	-11%	-3%	1%	-4%	-5%
EBIT *	11	25	30	41	43
EBIT-marginal	0,6%	1,5%	1,8%	2,5%	2,8%
Lätta förpackningar					
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, reavinster mm (netto)	-18	0	-10	-10	-10
Summa omsättning	2135	2095	2124	2070	2006
tillväxt	-9%	-2%	1%	-3%	-3%
Bruttoresultat	373	381	397	400	393
Bruttomarginal	17,5%	18,2%	18,7%	19,3%	19,6%
EBITDA, exkl e.o.	79	92	98	111	108
D.o. marginal	3,7%	4,4%	4,6%	5,4%	5,4%
EBIT	9	45	46	63	66
Finansnetto **	384	-44	-43	-34	-22
Resultat före skatt	393	1	3	29	45

* 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:
~1,22 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 550 MSEK. Med avdrag för räntebärande skulder blir motiverat börsvärde nära 260 MSEK, **eller 1,22 kronor per aktie**. Det är något högre jämfört med i vår senaste analysuppdatering, per 18 februari 2018. Skillnaden beror främst på ett aningen lägre avkastningskrav (WACC 14,3%, tidigare 14,5%) till följd av ratingförändringar.

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 1,15 SEK blir utspädningseffekten på värderingen minimal.

Långsiktiga antaganden för tillväxt och lönsamhet

I takt med att Bongs förpackningsverksamhet växer kommer den negativa tillväxten på koncernnivå att plana ut. För perioden 2021-26 har vi antagit nolltillväxt och därefter 2 procent per år. Genomsnittlig uthållig rörelsemarginal antas bli 3,0 procent. Det förutsätter att förpackningar utgör en växande andel samtidigt som vi tar höjd för behov av nya omstruktureringar, sämre konjunktur eller andra eventuella problem som bolaget kommer stöta på under denna period.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC					
13,3%	0,99	1,20	1,40	1,61	1,81
14,3%	0,85	1,04	1,22	1,40	1,58
15,3%	0,73	0,89	1,06	1,22	1,39

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 5-6x är inte unikt, men bland de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen.

EV/EBITDA: ~5-6x

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 1,16 SEK	2016	2017	2018E	2019E	2020E
P/E	neg	neg	144,3	9,9	6,3
EV/EBITDA	8,2	5,4	6,2	5,4	5,6
EV/EBIT	55,6	10,9	11,8	8,7	8,2

Källa: Redeye Research. P/E 2016 justerat för e.o. poster.

Scenarios

Vårt huvudscenario (Base case) som beskrevs ovan är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde omkring **1,2 SEK per aktie**. Det finns definitivt möjlighet att bolaget utvecklas klart bättre, men också sämre. Vi har därför skissat på ett par scenarier som åskådliggör sådana utfall.

Bull case bygger på att bolaget kan börja växa igen och att det sker med förbättrad lönsamhet. Om expansionen inom förpackningsområdet blir riktigt stark kan koncernen visa positiva tillväxttal och högre marginaler än vi har räknat med. I tabellen nedan markeras ett grönt fält som vi anser vara möjligt utfall, om än ganska optimistiskt. Då kan ett motiverat värde på aktien hamna strax över **2 SEK**.

Bear case kan bli utfallet om nedgången på kuvertmarknaden accelererar och ger tilltagande prispress och behov av återkommande stora strukturåtgärder. Det kan också ske i kombination med att bolagets förpackningsrörelse inte lyfter intäkts- och lönsamhetsmässigt. Det ljusröda fältet i tabellen markerar ett tänkbart utfall avseende tillväxt och uthålliga marginaler i detta scenario. Motiverat värde blir då inte högre än **cirka 0,6 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%	0,42	0,72	1,04	1,34	1,66	
0,0%	0,49	0,85	1,22	1,58	1,95	
3,0%	0,56	0,98	1,40	1,82	2,24	
6,0%	0,64	1,11	1,58	2,05	2,54	

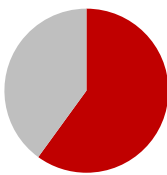
Källa: Redeye Research

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.

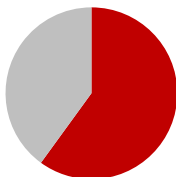
Ratingförändringar i denna rapport: Lönsamhet ökar från 2p till 3p.

Ledning 6,0p



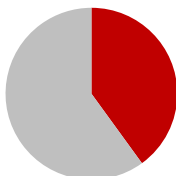
Ledningen har lång och god branschfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt präglats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa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

Ägarskap 6,0p



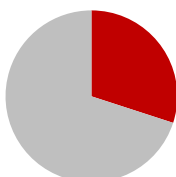
Ägarbilden stärks av att Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin sitter i styrelsen. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital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

Vinstutsikter 4,0p



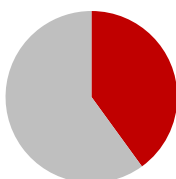
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar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

Lönsamhet 3,0p



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	2 095	2 124	2 070	2 006
Summa rörelsekostnader	-2 074	-2 004	-2 036	-1 969	-1 908
EBITDA	61	91	88	101	98
Avskrivningar materiella tillg.	-44	-40	-40	-37	-29
Avskrivningar immateriella tillg.	-8	-6	-2	-2	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	9	45	46	63	66
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	384	-44	-43	-34	-21
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	393	1	3	29	45
Skatt	-96	-10	0	-3	-4
Nettoresultat	295	-12	2	25	39
Balansräkning	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	90	124	85	83	80
Kundfordringar	285	285	287	280	271
Lager	187	189	202	197	191
Andra fordringar	71	70	70	70	70
Summa omsätt.	633	668	643	629	611
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	229	209	174	147	128
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
Summa anlägg.	833	814	778	751	731
Uppsk. skatteford.	144	144	144	144	144
Summa tillgångar	1609	1626	1565	1523	1486
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	204	210	212	207	201
Kortfristiga skulder	3	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	275	280	280	280	280
Summa kort. skuld	482	490	492	487	481
Ränteb. skulder	402	418	353	292	221
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	884	908	846	779	702
Uppskj. skatteskuld	25	22	22	22	22
Avsättningar	4	0	0	0	0
Eget kapital	694	685	687	712	751
Minoritet	4	11	11	11	11
Minoritet & E. Kap.	697	696	698	723	762
Summa skulder och E. Kap.	1609	1626	1565	1523	1486
Fritt kassaflöde	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	2 135	2 095	2 124	2 070	2 006
Sum rörelsekost.	-2 074	-2 004	-2 036	-1 969	-1 908
Avskrivningar	-52	-46	-42	-38	-31
EBIT	9	45	46	63	66
Skatt på EBIT	-2	-10	-5	-6	-7
NOPLAT	7	35	42	56	60
Avskrivningar	52	46	42	38	31
Bruttokassaflöde	59	81	84	95	91
Föränd. i rörelsekap	40	10	-12	7	8
Investeringar	-40	-28	-6	-11	-11
Fritt kassaflöde	59	63	66	91	88
Kapitalstruktur	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Soliditet	43%	43%	45%	47%	51%
Skuldsättningsgrad	58%	61%	51%	41%	30%
Nettoskuld	315	294	268	209	141
Sysselsatt kapital	1 012	990	966	932	903
Kapit. oms. hastighet	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
Tillväxt	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Försäljningstillväxt	-9%	-2%	1%	-3%	-3%
VPA-tillväxt (just)	-540%	-103%	-114%	1 350%	59%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,3 %	NPV FCF (2018-2020)	196
		NPV FCF (2021-2027)	219
		NPV FCF (2028-)	136
		Rörelsefrämjade tillgångar	120
		Räntebärande skulder	-418
		Motiverat värde MSEK	254
Antaganden 2021-2026		Motiverat värde per aktie, SEK	1,2
Genomsn. förs. tillv.	0 %	Börskurs, SEK	1,2
FRIT-marginal	3 %		

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

Data per aktie	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VPA	1,40	-0,06	0,01	0,12	0,19
VPA just	1,80	-0,06	0,01	0,12	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	517,1	457,9	389,9
P/E	0,5	-16,2	144,3	9,9	6,3
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	5,9	4,5	4,0
EV/EBIT	55,8	11,0	11,2	7,3	5,9
P/BV	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17
1 mån	-13,4 %	Omsättning	-0,3 %
3 mån	9,4 %	Rörelseresultat, just	127,54 %
12 mån	23,4 %	V/A, just	-93,3 %
Årets Början	22,1 %	EK	0,1 %

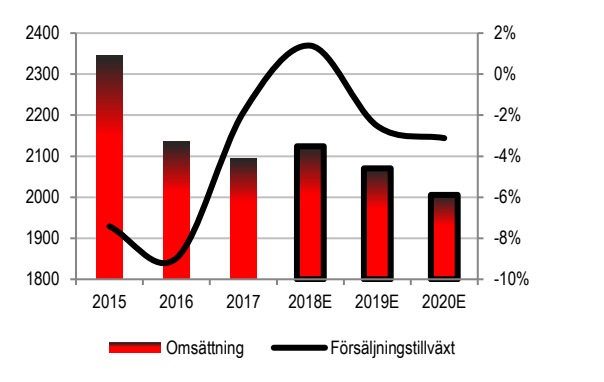
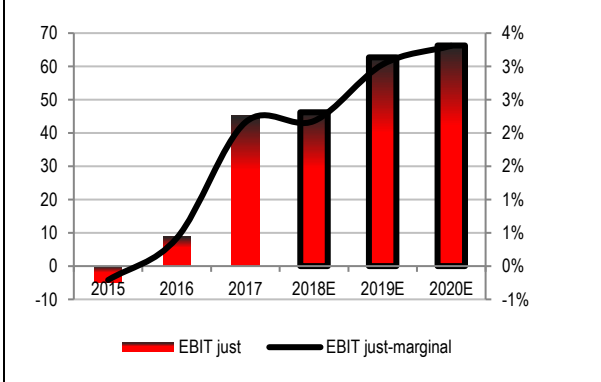
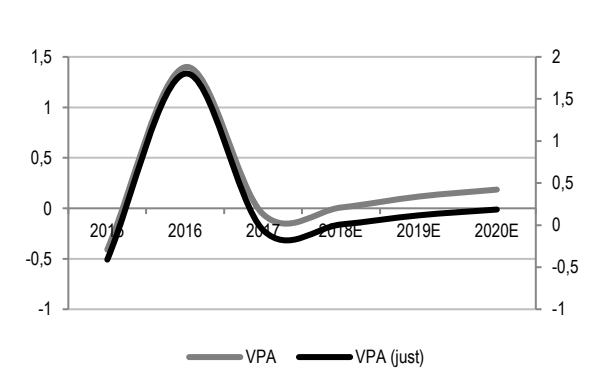
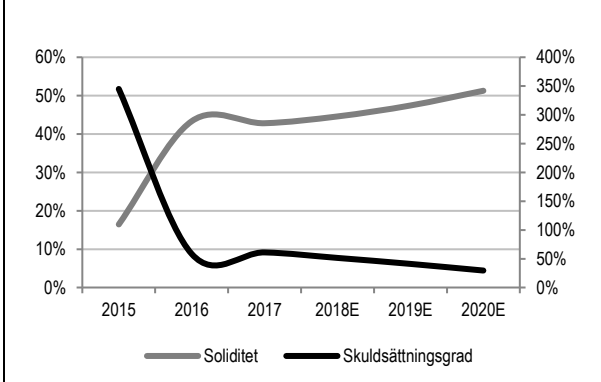
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
GoMobile nu AB	11,2 %	11,2 %
Svolder	7,7 %	7,7 %
Theodor Jeansson	4,6 %	4,6 %
Christian Paulsson	4,3 %	4,3 %
John Elvesjö	3,0 %	3,0 %
Dan Drottman	2,0 %	2,0 %
Mattias Cramby	1,8 %	1,8 %
Aktiebolaget Cydonia	1,8 %	1,8 %

Aktien	
Reuterskod	BOLJ.ST
Lista	Nasdaq Small Cap
Kurs, SEK	1,2
Antal aktier, milj	211,2
Börsvärde, MSEK	245,0

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

Nästkommande rapportdatum	
Q2 report	July 12, 2018
Q3 report	November 15, 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 & 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>2100</td> <td>-2%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>2150</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>2080</td> <td>-1%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>2000</td> <td>-2%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2015	2350	-8%	2016	2150	-10%	2017	2100	-2%	2018E	2150	1%	2019E	2080	-1%	2020E	2000	-2%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015</td> <td>-2</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>8</td> <td>1%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>45</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>45</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>62</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>65</td> <td>3%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2015	-2	0%	2016	8	1%	2017	45	2%	2018E	45	2%	2019E	62	3%	2020E	65	3%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2015	2350	-8%																																									
2016	2150	-10%																																									
2017	2100	-2%																																									
2018E	2150	1%																																									
2019E	2080	-1%																																									
2020E	2000	-2%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2015	-2	0%																																									
2016	8	1%																																									
2017	45	2%																																									
2018E	45	2%																																									
2019E	62	3%																																									
2020E	65	3%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>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>0.1</td> <td>0.1</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>0.2</td> <td>0.2</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	0.1	0.1	2020E	0.2	0.2	 <table border="1"> <caption>Soliditet & 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>45%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>48%</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>50%</td> <td>50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2015	15%	350%	2016	45%	50%	2017	45%	50%	2018E	45%	50%	2019E	48%	50%	2020E	50%	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	0.1	0.1																																									
2020E	0.2	0.2																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2015	15%	350%																																									
2016	45%	50%																																									
2017	45%	50%																																									
2018E	45%	50%																																									
2019E	48%	50%																																									
2020E	50%	50%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Bong är ett av Europas ledande företag i kuvertbranschen. Kuverten tillverkas vid egna anläggningar och säljs framförallt i norra och centrala Europa. Bong har också en omfattande verksamhet inom tilltryck för direktreklam och satsar särskilt på sina specialförpackningar för e-handel och detaljhandel.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

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

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

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

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

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

Angående Redeyes analysbevakning

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

Rating/Rekommendationsstruktur

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

Redeye Rating (2018-05-23)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	46	44	17	10	20
3,5p - 7,0p	76	69	106	34	47
0,0p - 3,0p	14	23	13	92	69
Antal bolag	136	136	136	136	136

*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.