

# Bong

Sektor: Industrial Goods &amp; Services

## Bra tillväxt, men tillfälligt tunna marginaler

Utfallet under det andra kvartalet var resultatmässigt precis som väntat med EBIT 10 MSEK. Försäljningen, 543 MSEK, var däremot klart högre och Bong visade hela 13 procent tillväxt Y/Y i Q2. Nästan hälften av tillväxten beror dock på valutaeffekter. Nettot av tillskottet från Intermailaffären och bortfallet efter avyttringen av ryska Postac LLC, gav också ett litet nettobidrag. Men även borträknat detta så ökade försäljningen några procentenheter i Q2.

Den svaga punkten i rapporten är bruttomarginalen som pressades av stigande råvarukostnader. Bong uppger dock att de själva har kunnat genomföra prishöjningar mot kunderna som kommer ge förbättrade marginaler under andra halvåret.

### Bong har tagit marknadsandelar

Volymerna på den europeiska kuvertmarknaden uppges ha minskat med cirka 7 procent under första halvåret 2018. Under perioden ökade Bong sina volymer med 1 procent. En stor del av förklaringen ligger i övertagandet av Intermails kuvertverksamhet, som bidragit med cirka 25 MSEK i ökad försäljning under Q2. Men därutöver har de även tagit affärer i samband med att några av konkurrenterna har gjort neddragningar på vissa marknader.

### Bra tillväxt inom förpackningar

Bongs Light Packaging visade riktigt bra tillväxt i Q2, 17 procent Y/Y, och 11 procent valutajusterat. Dragloket är pappersbärkassarna som har ökat med hela 30 procent under första halvåret 2018. Vad det motsvarar i absoluta tal vet vi inte men genomslaget på de totala siffrorna blir nu bli allt tydligare. Orderboken inför hösten uppges också vara bra.

### Uppjusterade prognoser och värdering

Trots de tunna marginalerna under Q2 ser läget hoppfullt ut. Prishöjningarna som redan har genomförts bör stärka lönsamheten under hösten och framgent. Vi har också kunnat justera upp försäljningsprognoserna för både kuvert och förpackningsområdet. Totalt ger detta ett lite högre motiverat värde i vårt Base case: 1,3 SEK (tidigare: 1,2 SEK).

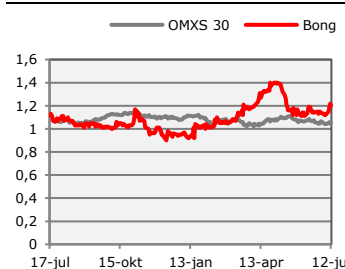
NYCKELTAL (SEK)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Omsättning	2135	2095	2241	2191	2120	2120
EBIT	9	45	58	66	70	64
EBITDA	61	91	100	104	104	93
VPA (just.)	1,8	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
EV/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBIT	55,8	11,0	9,4	7,2	5,9	5,0
EV/EBITDA	8,2	5,4	5,4	4,6	3,9	3,4
P/E	0,5	-16,2	-28,2	8,3	6,7	5,7

Source: Redeye Research

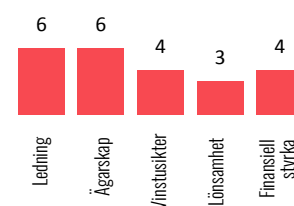
### FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
0,6	1,3	2,2

### VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FINAN

Ticker	BOLJ.ST
Lista	Nasdaq Small
Aktiekurs (SEK)	1,2
Börsvärde (MSEK)	256
Nettoskuld 18E (SEK)	283
Free Float	70 %
Dagl oms. ('000)	180

### ANALYTIKER

 Henrik Alveskog  
 henrik.alveskog@redeye.se

## Bra tillväxt, tillfälligt tunna marginaler

Försäljningen var väsentligt högre än vi hade räknat med under det andra kvartalet. Bongs organiska tillväxt uppskattar vi till 3-4 procent. I en marknad som trendmässigt krymper med 5-6 procent, är det osedvanligt bra. Bruttomarginalen var däremot klen, av skäl som förklarades ovan. Övriga kostnadsposter, försäljning och administration, verkar vara väl under kontroll. Till och med aningen lägre än vi hade räknat med.

Finansnettot tyngdes av en negativ post om 10,5 MSEK relaterad till avyttringen av det ryska bolaget Postac LLC. Denna är dock enbart av bokföringsmässig karaktär och alltså ej kassaflödespåverkande. Avyttringen väntas ge cirka 16 MSEK som köparen kommer betala Bong löpande fram till år 2021.

Förväntat vs. utfall					
(MSEK)		Q2'17	Q2'18P	Utfall	Diff
<i>Bra tillväxt, men sämre bruttomarginal</i>	Försäljning	481	492	543	10%
	varav Förpackningar	89	95	104	9%
	Bruttoresultat	92	88	84	-5%
	EBITDA	19	21	21	-2%
	EBIT	7	10	10	-2%
	Resultat före skatt	-4	-1	-13	n.m.
	Försäljningstillväxt	-4%	2%	13%	
	Bruttomarginal	19,2%	17,9%	15,5%	
	EBITDA-marginal	3,8%	4,3%	3,8%	

Källa: Bong, Redeye Research

Som framgår av tabellen nedan var utfallet i Q2-rapporten utmärkande avseende både tillväxten och bruttomarginalerna. Det andra halvåret bör visa fortsatt skaplig tillväxt, med god medvind från valutaeffekter, tillskott från Intermail och genomslag från prishöjningar. Då bör även bruttomarginalerna återhämta sig. Det finns visserligen risk för ytterligare prishöjningar från pappersleverantörerna, men i nuläget ser trycket ut att ha lättat.

Kassaflödet blev rejält minus under Q2 och nettolåneskulden ökade till 335 MSEK. Här finns dels vissa säsongseffekter och dessutom en tillfällig lagerökning på grund av övertagandet av lager från Intermail, produktionsflytt i England och högre finpapperspriser.

Kvartalsvis utveckling								
(MSEK)	Q3'16	Q4'16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	Q1'18	Q2'18
Försäljning	489	579	545	481	491	578	538	543
varav Förpackningar	94	124	98	89	93	135	97	104
Bruttoresultat	77	117	100	92	84	105	93	84
EBITDA, ex e.o.	10	39	25	19	13	34	25	17
EBIT	-10	15	19	7	2	17	12	10
Finansnetto	-12	-15	-12	-12	-10	-11	-11	-23
Resultat före skatt	-22	0	7	-4	-8	6	1	-13
Försäljningstillväxt	-13%	-6%	-4%	-4%	0%	0%	-1%	13%
Bruttomarginal	15,8%	20,2%	18,3%	19,2%	17,0%	18,2%	17,3%	15,5%
EBITDA-marginal, ex e.o.	2,0%	6,8%	4,7%	4,0%	2,6%	5,9%	4,6%	3,1%
Kassaflöde efter investeringar	-23	23	22	-12	9	27	-1	-48
Nettolåneskuld	347	315	294	315	315	294	300	335

Källa: Bong, Redeye Research

## Prognoser & Värdering

Utfallet i Q2-rapporten föranleder vissa prognosförändringar. Vi justerar upp försäljningsprognoserna för både kuvert och förpackningar. Kuvertmarknaden i Europa fortsätter att krympa ungefär i samma takt som tidigare. Volymerna bedöms ha minskat med 7 procent första halvåret 2018. Men Bong har nu medvind från strukturaffärer och valutaeffekter. Bolaget har också genomfört prishöjningar som kommer få genomslag under hösten. Vi räknar med att bruttomarginalen därmed återhämtar sig och att lönsamheten fortsätter förbättras något under 2019. Förpackningsområdet har nu också utvecklats åt rätt håll. Med fortsatt stigande volymer inom Retail Solutions, som bör ha anständiga marginaler, finns förutsättningar att förbättra koncernens totala lönsamhet.

I det längre perspektivet räknar vi med att marknadstrenden på kuvertsidan fortsätter med en årlig minskning om 5-6 procent. Inom förpackningar tror vi däremot att Bong kan ha omkring 5 procent årlig tillväxt. Successivt bör då bruttomarginaler och lönsamheten totalt sett förbättras. Den krympande kuvertmarknaden kommer kräva återkommande insatser för att anpassa organisationen. Våra prognoser inkluderar årliga strukturkostnader om 10 MSEK netto. Kostnaderna kan ofta vägas upp av att maskiner säljs till kunder i Asien eller att fastigheter avyttras.

Finansnettot ser ut att förbättras rejält från och med 2019 då den nuvarande obligationen löpt ut och med all sannolikhet har refinansierats till klart lägre ränta.

Redeyes prognoser					
MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
<b>Kuvert</b>					
Omsättning	1736	1680	1797	1725	1631
tillväxt	-11%	-3%	7%	-4%	-5%
EBIT *	11	25	36	43	45
EBIT-marginal	0,6%	1,5%	2,0%	2,5%	2,8%
<b>Lätta förpackningar</b>					
Omsättning	399	415	444	466	490
tillväxt	0%	4%	7%	5%	5%
EBIT *	16	21	27	33	34
EBIT-marginal	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinster mm (netto)	-18	0	-5	-10	-10
<b>Summa omsättning</b>	<b>2135</b>	<b>2095</b>	<b>2241</b>	<b>2191</b>	<b>2120</b>
tillväxt	-9%	-2%	7%	-2%	-3%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>373</b>	<b>381</b>	<b>403</b>	<b>412</b>	<b>407</b>
Bruttomarginal	17,5%	18,2%	18,0%	18,8%	19,2%
<b>EBITDA, exkl e.o.</b>	<b>79</b>	<b>92</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>114</b>
D.o. marginal	3,7%	4,4%	4,7%	5,2%	5,4%
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>45</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>70</b>
Finansnetto **	384	-44	-56	-30	-26
Resultat före skatt	393	1	2	36	44

\* 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:  
~1,28 SEK per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 565 MSEK. Med avdrag för räntebärande skulder vid ingången av året blir motiverat börsvärde 270 MSEK, **eller 1,28 kronor per aktie**. Det är något högre jämfört med i vår senaste analysuppdatering, per 23 maj 2018 (1,22 SEK per aktie). Skillnaden beror främst på lite högre prognoser för de närmaste åren.

Värderingen baseras på nuvarande antal aktier och beaktar inte de 40 miljoner utestående teckningsoptionerna som kan tecknas till och med februari 2019. Eftersom teckningskursen är 1,15 SEK börjar det nu se alltmer sannolikt ut att optionerna kommer utnyttjas. Utspädningseffekten på värderingen är dock relativt blygsam.

### 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%
<b>WACC</b>					
13,3%	1,03	1,25	1,46	1,69	1,91
14,3%	0,88	1,08	<b>1,28</b>	1,47	1,67
15,3%	0,76	0,94	1,11	1,29	1,47

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 strax under 6x är inte unikt, men bland de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen.

EV/EBITDA: ~6x

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 1,21 SEK	2016	2017	2018E	2019E	2020E
P/E	neg	neg	-28,2	8,3	6,7
EV/EBITDA	8,2	5,4	5,9	5,7	5,7
EV/EBIT	55,6	10,9	10,2	8,9	8,5

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 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	0,75	1,09	1,42	1,66
<b>0,0%</b>	0,49	0,88	<b>1,28</b>	1,67	1,95
3,0%	0,56	1,01	1,47	1,92	2,24
6,0%	0,64	1,14	1,66	2,17	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 betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

#### Ledning: 6,0

Ledningen har lång och god branschferenhet 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: 6,0

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: 4,0

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: 3,0

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: 4,0

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.

RESULTRÄKNING	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	2 135	2 095	2 241	2 191	2 120
Summa rörelsekostnader	-2 074	-2 004	-2 141	-2 087	-2 016
EBITDA	61	91	100	104	104
Avskrivningar materiella tillg.	-44	-40	-40	-37	-32
Avskrivningar immateriella tillg.	-8	-6	-2	-2	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	9	45	58	66	70
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	384	-44	-56	-30	-26
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	393	1	2	36	44
Skatt	-96	-10	-10	-4	-4
Nettoreultat	295	-12	-9	31	38

BALANSRÄKNING	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	90	124	90	88	85
Kundfordringar	285	285	291	285	276
Lager	187	189	213	208	201
Andra fordringar	71	70	70	70	70
Summa omsättn.	633	668	663	650	631
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	229	209	174	147	125
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	728
Uppsk. skatteford	144	144	144	144	144
Summa tillgångar	1 609	1 626	1 586	1 545	1 503
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	3	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	204	210	224	219	212
Övriga kortfristiga skulder	275	280	280	280	280
Summa kort. skuld	482	490	504	499	492
Ränteb. skulder	402	418	373	306	233
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	884	908	877	805	725
Uppskj. skatteskuld	25	22	22	22	22
Avsättningar	4	0	0	0	0
Eget kapital	694	685	676	707	745
Minoritet & E. Kap.	4	11	11	11	11
Minoritet & E. Kap.	697	696	687	718	756
Summa skulder och E. Kap.	1 609	1 626	1 586	1 545	1 503

FRITT KASSAFLÖDE	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättnings	2 135	2 095	2 241	2 191	2 120
Sum rörelsekost	-2 074	-2 004	-2 141	-2 087	-2 016
Avskrivningar	-52	-46	-42	-38	-34
EBIT	9	45	58	66	70
Skatt på EBIT	-2	-10	-13	-7	-7
NOPLAT	7	35	45	59	63
Avskrivningar	52	46	42	38	34
Bruttokassaflöde	59	81	87	98	97
Föränd. i rörelseskap	40	10	-16	6	9
Investeringar	-40	-28	-6	-11	-11
Fritt kassaflöde	59	63	65	93	95

KAPITALSTRUKTUR	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Soliditet	43%	43%	43%	46%	50%
Skuld sättningsgrad	58%	61%	55%	43%	31%
Nettoskuld	315	294	283	218	148
Sysselsatt kapital	1 012	990	970	936	904
Kapit. oms. hastighet	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4

TILLVÄXT	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Försäljningstillväxt	-9%	-2%	7%	-2%	-3%
VPA tillväxt (just.)	-540%	-103%	-27%	-440%	23%

DCF VÄRDERING	14,3 %	KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	14,3 %	NPV FCF (2018-2020)	197
		NPV FCF (2021-2027)	223
		NPV FCF (2028-)	144
		Rörelsefrämmande tillgångar	120
		Räntebärande skulder	-418
		Motiverat värde MSEK	266
Antaganden 2021-2026 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	0,0 %	Motiverat värde per aktie, SEK	1,3
EBIT marginal	3,0 %	Aktiekurs, SEK	1,2

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

DATA PER AKTIE	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VPA	1,40	-0,06	-0,04	0,15	0,18
VPA just.	1,80	-0,06	-0,04	0,15	0,18
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	1,49	1,39	1,34	1,03	0,70
Antal aktier	211,25	211,25	211,25	211,25	211,25

VÄRDERING	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EV	497,7	497,8	542,7	478,0	407,6
P/E	0,5	-16,2	-28,2	8,3	6,7
P/E diluted	0,5	-16,2	-28,2	8,3	6,7
P/Sales	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Sales	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	8,2	5,4	5,4	4,6	3,9
EV/EBIT	55,8	11,0	9,4	7,2	5,9
P/BV	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	15/17
1 mån	Omsättning	2,5 %
3 mån	Rörelseresultat, just.	154,5 %
12 mån	V/A, just	n.m.
Årets början	EK	-0,7 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
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 %
Aktieföretaget Cydonia	1,8 %	1,8 %

AKTIE INFORMATION	
Reuterskod	BOLJ.ST
Lista	Nasdaq Small Cap
Kurs	1,2
Antal aktier, milj.	211,2
Börsvärde, MSEK	255,6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Håkan Gunnarsson
CFO	Pia Fjellander
IR	
Ordf	Christian Paulsson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q3 report	November 15, 2018
FY 2018 Results	February 14, 2019

ANALYTIKER	Redeye AB
Henrik Alveskog	Mäster Samuelsgatan 42, 10Tr
henrik.alveskog@redeye.se	111 57 Stockholm

## 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 vinsttillväxt.

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 vinsttillväxt. 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.



## Redeye Equity Research team

### Management

**Björn Fahlén**

bjorn.fahlen@redeye.se

**Håkan Östling**

hakan.ostling@redeye.se

### Technology Team

**Henrik Alveskog**

henrik.alveskog@redeye.se

**Dennis Berggren**

dennis.berggren@redeye.se

**Havan Hanna**

havan.hanna@redeye.se

**Kristoffer Lindström**

kristoffer.lindstrom@redeye.se

**Fredrik Nilsson**

fredrik.nilsson@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Tomas Otterbeck**

tomas.otterbeck@redeye.se

**Johan Svantesson**

johan.svantesson@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

### Editorial

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Jim Andersson**

Jim.andersson@redeye.se

### Life Science Team

**Anders Hedlund**

anders.hedlund@redeye.se

**Arvid Necander**

arvid.necander@redeye.se

**Klas Palin**

klas.palin@redeye.se

**Björn Rydell**

bjorn.rydel@redeye.se

**Mathias Spinnars**

mathias.spinnars@redeye.se

**Erik Nordström (Trainee)**

erik.nordstrom@redeye

## 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 redevye.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 kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

### Ansvarsbegränsning

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

### Potentiella intressekonflikter

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

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

### Angående Redeyes analysbevakning

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

### Rating/Rekommendationsstruktur

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

### Redeye Rating (2018-07-16)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	41	43	17	10	18
3,5p - 7,0p	76	66	101	31	45
0,0p - 3,0p	16	24	15	92	70
Antal bolag	133	133	133	133	133

### 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.

---

### CONFLICT OF INTERESTS

Henrik Alveskog owns shares in the company : No