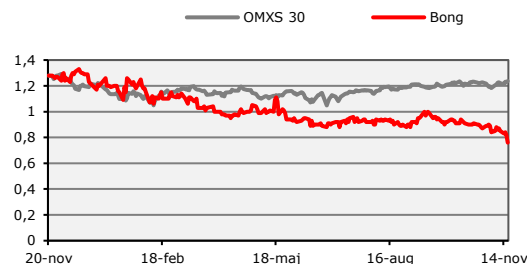


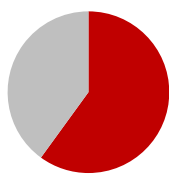
Sammanfattning
Bong (BOLJ.ST)
Pressades av volymtapp

- Q3-rapporten präglades av ett rejält försäljningstapp på 13% som gav földeffekter hela vägen ner i resultaträkningen. EBIT landade på minus 10 MSEK (inkl. minus 7 MSEK i e.o. poster) medan vi hade räknat med ett resultat omkring 5 MSEK.
- Bong har tappat marknadsandelar och sätter nu fokus på att återta dessa. Volymnedgången har pressat lönsamheten och deras målsättning att nå ett positivt resultat för helåret 2016 verkar nu ganska avlägset. Bolaget håller dock kvar vid sin ambition, men vi tror att den infrias först 2017.
- Vi har trimmat ned våra prognoser och sänkt vår rating något för Ägarskap och Lönsamhet. Sammantaget har motiverat värde i vårt Base case minskat till omkring 1,06 kronor per aktie (tidigare 1,30 SEK).

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 158 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Stéphane Hamelin
 Styrelseordf: Christian Paulsson

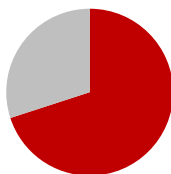

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



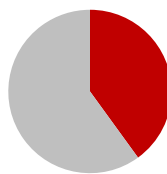
6,0 poäng

Ägarskap



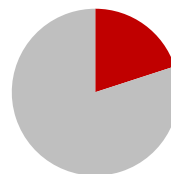
7,0 poäng

Vinstutsikter



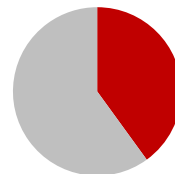
4,0 poäng

Lönsamhet



2,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	2 533	2 345	2 137	2 055	1 982	Aktiekurs (SEK)	0,8
Tillväxt	-1%	-7%	-9%	-4%	-4%	Antal aktier (milj)	211,2
EBITDA	-22	70	65	91	103	Börsvärde (MSEK)	158
EBITDA-marginal	Neg	3%	3%	4%	5%	Nettoskuld (MSEK)	347
EBIT	-123	-5	11	43	59	Free float (%)	70 %
EBIT-marginal	Neg	0%	0%	2%	3%	Dagl oms. ('000)	270
Resultat före skatt	-178	-60	400	16	37	Analytiker: Henrik Alveskog henrik.alveskog@redeye.se	
Nettoresultat	-150	-64	306	16	30		
Nettomarginal	Neg	Neg	14%	1%	2%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	-0,96	-0,41	1,45	0,08	0,14		
P/E	Neg	Neg	0,5	9,8	5,2		
EV/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2		
EV/EBITDA	Neg	6,8	7,2	4,5	3,5		

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 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.

Volymtapp pressade resultatet

Utfallet i Q3 rapporten blev genomgående svagare än vi hade räknat med. Lägre försäljning och bruttomarginaler gav följd effekter hela vägen ner i resultaträkningen. Nya strukturstyrkostnader har också belastat resultatet. På den positiva sidan noterar vi ändå att kostnader för försäljning och administration har sjunkit mer än vi räknat med. Men det har givetvis varit svårt att helt parera den negativa försäljningstrenden.

Förväntat vs. utfall					
	(MSEK)	Q3'15	Q3'16P	Utfall	Diff
Lägre försäljning...	Försäljning	560	528	489	-7%
	varav Förpackningar	95	102	94	-8%
gav följd effekter genom hela resultaträkningen	Bruttoresultat	91	90	77	-14%
	EBIT, ex e.o.	3	5	-3	-160%
	E.o. (netto)	0	0	-7	n.m.
	EBIT	3	5	-10	n.m.
	Resultat före skatt	-9	-4	-22	n.m.
	Försäljningstillväxt	-7%	-6%	-13%	
	Bruttomarginal	16,3%	17,0%	15,8%	
	EBITmarginal, ex e.o.	0,5%	0,9%	-0,6%	

Källa: Bong, Redeye Research

Bong tappade mer än marknaden

Och siktar på att återta andelar

Försäljningen minskade med 13 procent medan volymerna på kuvertmarknaden i Europa sjönk cirka 4 procent. Skillnaden är förvånansvärt stor och Bong uppger att de arbetar för att återta marknadsandelar. Förpackningar visade oförändrade intäkter Y/Y. Vi hade räknat med lite mer men tror att vissa affärer kan ha spiltt över på Q4 som förhoppningsvis kommer visa bättre tillväxt. Trots de stora besparingsprogrammen som slutfördes runt förra årsskiftet märks det knappt i lönsamheten de senaste två kvartalen då intäkterna har fallit och bruttomarginalen pressats, se markering i tabell nedan.

Kvartalsvis utveckling							
(MSEK)	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16
Försäljning	639	533	560	613	567	500	489
varav Förpackningar	102	86	95	115	89	92	94
Bruttoresultat	120	79	91	116	101	78	77
EBITDA, ex e.o.	33	16	20	37	24	5	10
EBIT	-2	-6	3	1	11	-8	-10
Finansnetto	-14	-14	-12	-16	421	-10	-12
Resultat före skatt	-16	-20	-9	-15	432	-18	-22
Försäljningstillväxt	-3%	-10%	-7%	-9%	-11%	-6%	-13%
Bruttomarginal	18,8%	14,8%	16,3%	18,9%	17,8%	15,6%	15,8%
EBITDA-marginal, ex e.o.	5,2%	2,9%	3,5%	6,0%	4,3%	1,1%	2,0%
Nettolåneskuld	800	847	861	837	293	300	347

Källa: Bong, Redeye Research

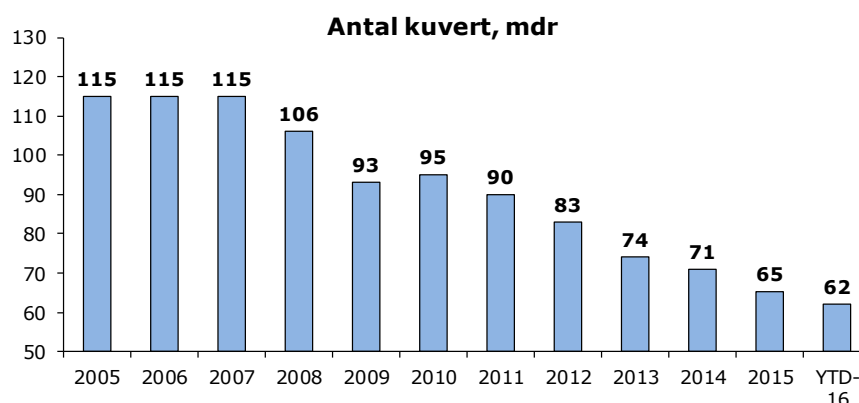
Kuvertmarknad på sluttande plan

Grafen nedan visar utvecklingen för den europeiska kuvertmarknaden. De senaste 10 åren har volymerna minskat med i genomsnitt 5 procent per år. Värdet har dock minskat ännu mer då prispressen har varit betydande. Första halvåret 2016 uppgavs volymerna ha sjunkit med 8 procent och i Q3 lite mindre, 4 procent. Men skillnaden kan delvis bero på förskjutningar mellan kvartalen. Den strukturella trenden pekar alltjämt nedåt då övergången till elektronisk kommunikation vinner mark och tar över en allt större andel av den traditionella brevkorrespondensen.

*Direktreklam är stabilt
över tid men
konjunkturkänsligt*

Kuvert till direktmarknadsföring har så vitt vi har sett inte tappat volym under de senaste åren. Däremot är detta segment både konjunkturkänsligt och säsongsbetonat. Bong har tidigare uppgivit att omkring en tredjedel av deras kuvertförsäljning går till direktmarknadsföring. Bolaget upplevde en svacka under Q2 och ett normalt marknadsläge nu i Q3.

Kuvertmarknaden i Europa



Källa: FEPE (Europeisk branschförening)

Lätta förpackningar

Bongs försäljning inom förpackningar har totalt sett haft i princip nolltillväxt de senaste åren. Några produktsegment har dock gått riktigt bra och kommer av allt att döma bli mer tongivande i takt med att de fortsätter växa. Dessa riktar sig främst mot e-handel och detaljhandel. Bong Retail Solutions, huvudsakligen presentpåsar och bärkassar, omsatte 80 MSEK under 2015. Dessa produkter ökade 15% under 2015 och Bong räknar med 20% tillväxt under 2016. Den accelererande tillväxten beror främst på en satsning inom segmentet bärkassar tillverkade av papp.

*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.

Odramatiskt VD byte

*CFO Håkan Gunnarsson
tar över*

Nyligen meddelades att bolaget får ny koncernchef från och med kommande årsskifte. Bongs CFO sedan flera år tillbaka, Håkan Gunnarsson, blir ny VD och koncernchef. Huvudägaren Stéfane Hamelin, som har varit VD sedan 2014, kommer fortsatt att vara styrelseledamot. Håkan Gunnarsson har arbetat inom företaget sedan 1999 och de senaste 4-5 åren som CFO. Således är han mycket väl insatt i verksamheten och vi ser ingen dramatik alls i det kommande VD-bytet. Däremot kan vi heller inte bedöma om Håkan Gunnarsson är bättre lämpad att leda Bong under de kommande åren. En av deras utmaningar och ambitioner är att växa kraftigt inom förpackningsområdet. Denna expansion kommer av allt att döma kräva både förvärv och ökad organisk tillväxttakt. Ledarskapet borde således innehålla en mer offensiv komponent än vad som varit aktuellt under de senaste två årens omstrukturering och rationaliseringsarbete.

*Stéphane Hamelin, blir
gissningsvis ordförande
nästa år*

Stéfane Hamelin dominerar ägarbilden helt med sina 25 procent. Han sitter givetvis kvar i styrelsen och vår gissning är att han också tar över som ordförande under nästa år. Nuvarande styrelseordförande Christian Paulsson är visserligen nummer fyra på ägarlistan och vi har ingen anledning att anmärka på hans insatser. Men det logiska vore ändå om Stéfane Hamelin tar över klubban då han inte längre kommer vara VD.

Prognoser

Lite lägre prognoser

*och lite mer
strukturkostnader*

Utfallet i Q3-rapporten gör att vi tvingas sänka både tillväxt- och resultatprognoserna för 2016-17. Dessutom har Bong tagit nya strukturkostnader i Q3 och annonserade att ytterligare 12 MSEK kommer tas nu i Q4. Våra prognoser inkluderar nu liknande kostnader om 20 MSEK per år, även under de kommande åren.

Observera att den historiska resultatfördelningen i tabellen nedan är Redeyes uppskattning. Bong redovisar försäljningen inom förpackningar medan resultatet enbart rapporteras aggregerat för koncernen.

+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. 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.

Redeyes prognoser						
MSEK	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Kuvert						
Omsättning	2118	1947	1742	1640	1546	1492
tillväxt	-1%	-8%	-11%	-6%	-6%	-4%
EBIT *	-10	6	14	38	48	47
EBIT-marginal	neg	0,3%	0,8%	2,3%	3,1%	3,2%
Lätta förpackningar						
Omsättning	415	398	395	415	435	457
tillväxt	-1%	-4%	-1%	5%	5%	5%
EBIT *	19	20	16	25	30	32
EBIT-marginal	4,5%	5,0%	4,0%	6,0%	7,0%	7,0%
Strukturkostnader, reavinster mm	-132	-21	-19	-20	-20	-20
Summa omsättning	2533	2345	2137	2055	1982	1949
tillväxt	-1%	-7%	-9%	-4%	-4%	-2%
Bruttoresultat	467	406	368	376	377	380
Bruttomarginal	18,4%	17,3%	17,2%	18,3%	19,0%	19,5%
EBITDA, exkl e.o.	110	92	84	111	123	122
D.o. marginal	4,3%	3,9%	3,9%	5,4%	6,2%	6,2%
EBIT	-123	-5	11	43	59	59
Finansnetto **	-55	-55	390	-26	-22	-18
Resultat före skatt	-178	-60	400	16	37	41

* Redeyes egen uppskattning avseende tidigare år.

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

Källa: Bong årsredovisning, Redeye Research

Förpackningar – Bongs tillväxtspår

Inom förpackningar har Bong utan tvekan bättre möjligheter och stora tillväxtambitioner. Av deras senaste årsredovisning framgår att målsättningen är att dessa produkter skall stå för minst 40 procent av koncernens omsättning mot slutet av år 2019. Även om bolaget inte närmare har beskrivit hur det skall gå till 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 inom det närmaste året

I den befintliga förpackningsrörelsen har försäljningen hittills i år varit oförändrad, justerat för valutaeffekter. Vi tror att trenden snart vänder uppåt 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.

Räknar med att frigöra kapital

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 kunna trimma dessa med cirka 30 MSEK.

Värdering

Motiverat värde:
~1,06 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell indikerar ett värde på hela verksamheten omkring 520 MSEK. Med avdrag för räntebärande nettoskuld blir motiverat börsvärde drygt 220 MSEK, **eller 1,06 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering, per 19 juli 2016, var motsvarande värde 1,30 SEK. Skillnaden beror på sänkta prognoser för åren 2016-17 och ett högre avkastningskrav, se WACC nedan samt Redeye Rating sid 10. .

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: 15%

Avkastningskravet (WACC) som har använts är 15,0% (tidigare 14,0%). Vår WACC 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. Den senaste förändringen var en nedjustering för Ägarskap (där den nye VD'n inte äger aktier i tillräcklig utsträckning) samt Lönsamhet (till följd av den svaga utvecklingen).

Nedjusterad rating för:
Ägarskap
Lönsamhet

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 2020-25 har vi antagit nolltillväxt. Genomsnittlig uthållig rörelsemarginal antas bli 3,0%. Det förutsätter att förpackningar utgör en växande andel samtidigt som vi tar 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%	
WACC						
14,0%	0,84	1,04	1,23	1,43	1,63	
15,0%	0,70	0,88	1,06	1,23	1,41	
16,0%	0,58	0,74	0,90	1,06	1,22	

Källa: Redeye Research

Låga multiplar

Baserat på våra prognoser handlas aktien fortfarande 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 5-6x är inte unikt, men bland de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen.

EV/EBITDA omkring 5-6x

Värderingsmultiplar					
Aktiekurs: 0,75 SEK	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
P/E	neg	neg	9,8	5,2	4,7
EV/EBITDA	6,8	8,6	5,7	5,0	5,1
EV/EBIT	neg	52,8	12,1	8,8	8,7

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 **strax över 1 SEK per aktie**. Det finns definitivt möjlighet att bolaget utvecklas klart bättre, men också sämre. Vi har därför skissat på ett par scenarier som åskådliggör sådana utfall.

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

Bear case kan bli utfallet om nedgången på kuvertmarknaden accelererar och ger tilltagande prispress och behov av återkommande stora strukturåtgärder. Det kan också ske i kombination med att bolagets förpackningsrörelse inte lyfter intäkts- och lönsamhetsmässigt. Det ljusröda fältet i tabellen markerar ett tänkbart utfall avseende tillväxt och uthålliga marginaler i detta scenario. Motiverat värde blir då inte högre än cirka 0,5 SEK per aktie.

DCF-värde, SEK per aktie					
Uthållig EBIT-marginal	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Årlig tillväxt 2020-25					
-3,0%	0,30	0,60	0,90	1,20	1,50
0,0%	0,35	0,70	1,06	1,41	1,77
3,0%	0,40	0,81	1,21	1,62	2,04
6,0%	0,46	0,91	1,37	1,83	2,30

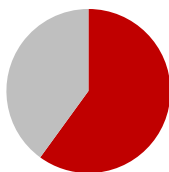
Källa: Redeye Research

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.

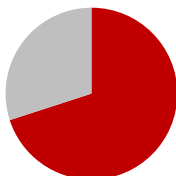
Ratingförändringar i denna rapport: Ägarskap justeras ned från 9p till 7p då tillträdande koncernchef har ett ganska blygsamt aktieinnehav. Lönsamhet har också sänkts, från 3p till 2p, till följd av svag utveckling.

Ledning 6,0p



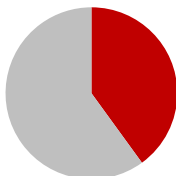
Ledningen har utan tvekan god branscherfarenhet och känner sin marknad väl. De senaste åren har helt prägats av nödvändiga neddragningar vilket man lyckats väl med. Vi kan däremot inte bedöma ledningens förmåga att agera mer offensivt och skapa tillväxt, vilket de nu har ambitionen att göra. Den externa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

Ägarskap 7,0p



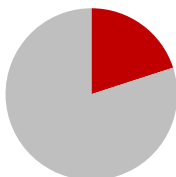
Bong får höga poäng då Holdham har totalt inflytande genom sin ägarandel samt då Stefan Hamelin sitter i styrelsen. Styrelseordföranden Christian Paulsson har också ett betydande ägande i bolaget och därmed sannolikt ett stort engagemang. Bong har även institutionella ägare som kan tillföra kapital vid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

Vinstutsikter 4,0p



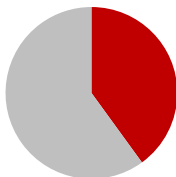
Sammantaget hamnar Bong något under genomsnittet vad gäller vinstutsikter. Det är framförallt på grund av de övergripande förutsättningar som kuvertbranschen erbjuder: vikande volymer, svårt att differentiera sig och låga bruttomarginaler. Jämfört med konkurrenterna har Bong sannolikt vissa skalfördelar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

Lönsamhet 2,0p



Trenden är klart osäker och effekterna av strukturåtgärderna är ännu svåra att bedöma fullt ut. Möjligen kommer lönsamheten stabiliseras på en högre nivå än vi idag anar. Eftersom avskrivningarna är klart högre än investeringsbehovet är kassaflödet som regel också starkare än det redovisade resultatet. Historiken är emellertid så pass svag att betyget hamnar en bit under genomsnittet. Vi mäter bland annat avkastning på eget kapital samt nettomarginal. Även om bolaget nu kommer visa en skaplig lönsamhet har de långt kvar innan dessa kan bidra till ett avsevärt lyft av ratingen inom denna kategori.

Finansiell styrka 4,0p



Skuldsättningsgraden är nu rimlig och de räntebärande skulderna är i princip uteslutande långfristiga. Verksamheten är diversifierad med en bred kundbas men det finns inslag av konjunkturkänslighet. Dessutom kommer behovet av strukturåtgärder sannolikt återkomma. Räntetäckningsgraden har givetvis förbättrats radikalt efter refinansieringen men vi är fortfarande osäkra på hur god den kommer att vara.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	2 533	2 345	2 137	2 055	1 982
Summa rörelsekostnader	-2 555	-2 275	-2 073	-1 964	-1 879
EBITDA	-22	70	65	91	103
Avskrivningar materiella tillg.	-88	-64	-46	-42	-38
Avskrivningar immateriella tillg.	-13	-11	-8	-6	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-123	-5	11	43	59
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-55	-55	390	-26	-22
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-178	-60	400	16	37

Skatt	28	-4	-95	0	-7
Nettoresultat	-150	-64	306	16	30

Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	97	74	85	82	99
Kundfordringar	328	296	278	267	258
Lager	254	212	192	185	178
Andra fordringar	46	81	81	81	81
Summa omsätt.	725	662	636	615	616

Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	386	235	209	192	184
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	3	4	4	4	4
Goodwill	567	553	553	553	553
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	37	44	43	41	40
Övr. anlägg. tillg.	3	3	3	3	3
Summa anlägg.	997	838	811	792	782
Uppsk. skatteford.	243	140	140	140	140

Summa tillgångar	1964	1640	1587	1547	1538
-------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	288	210	203	205	198
Kortfristiga skulder	171	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	380	274	274	274	274
Summa kort. skuld	840	485	477	480	473
Ränteb. skulder	651	367	391	332	300
L. icke ränteb.skulder	2	1	1	1	1
Konvertibler	64	0	0	0	0
Summa skulder	1557	853	869	813	774
Uppskj. skatteskuld	23	33	33	33	33
Avsättningar	7	17	17	17	17
Eget kapital	377	733	664	680	710
Minoritet	0	4	4	4	4
Minoritet & E. Kap.	377	737	668	684	714

Summa skulder och E. Kap.	1964	1640	1587	1547	1538
----------------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	2 533	2 345	2 137	2 055	1 982
Sum rörelsekost.	-2 555	-2 275	-2 073	-1 964	-1 879
Avskrivningar	-101	-75	-54	-48	-45
EBIT	-123	-5	11	43	59
Skatt på EBIT	20	0	-3	0	-11
NOPLAT	-103	-5	8	43	48
Avskrivningar	101	75	54	48	45
Bruttokassaflöde	-3	70	62	91	93
Föränd. i rörelsekap	169	-144	30	21	9
Investeringar	-68	83	-27	-30	-35
Fritt kassaflöde	98	10	65	82	67

Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	19%	45%	42%	44%	46%
Skuldsättningsgrad	235%	50%	59%	49%	42%
Nettoskuld	790	293	305	250	201
Sysselsatt kapital	1 167	1 030	973	934	915
Kapit. oms. hastighet	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3

Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	-1%	-7%	-9%	-4%	-4%
VPA-tillväxt (just)	164%	-57%	-453%	-95%	86%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK
WACC	15,0 %
	NPV FCF (2016-2018)
	NPV FCF (2019-2025)
	NPV FCF (2026-)
	Rörelsefrämjade tillgångar
	Räntebärande skulder
	Motiverat värde MSEK

Antaganden 2020-2025		
Genomsn. förs. tillv.	0,0 %	Motiverat värde per aktie, SEK
FRIT-marginal	3,0 %	Börskurs SEK

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-33%	-12%	44%	2%	4%
ROCE	-9%	0%	1%	4%	6%
ROIC	-8%	0%	1%	4%	5%
EBITDA-marginal	-1%	3%	3%	4%	5%
EBIT-marginal	-5%	0%	0%	2%	3%
Netto-marginal	-6%	-3%	14%	1%	2%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,96	-0,41	1,45	0,08	0,14
VPA just	-0,96	-0,41	1,45	0,08	0,14
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	5,04	1,87	1,44	1,18	0,95
Antal aktier	156,70	156,70	211,25	211,25	211,25

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	945,1	482,0	464,5	409,2	360,4
P/E	-1,0	-2,9	0,5	9,8	5,2
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/S	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	-42,4	6,8	7,2	4,5	3,5
EV/EBIT	-7,7	-96,4	43,9	9,6	6,1
P/BV	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	14/16e
1 mån	-16,7 %	Omsättning
3 mån	-16,7 %	Rörelseresultat, just
12 mån	-41,4 %	V/A, just
Årets Början	-37,5 %	EK

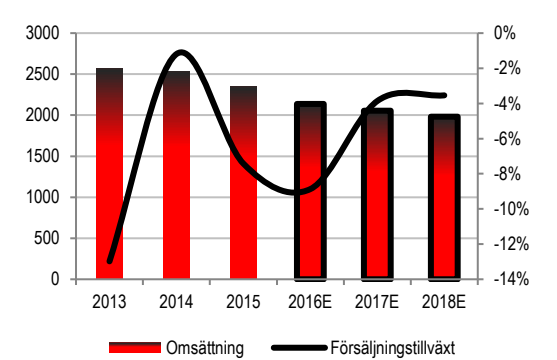
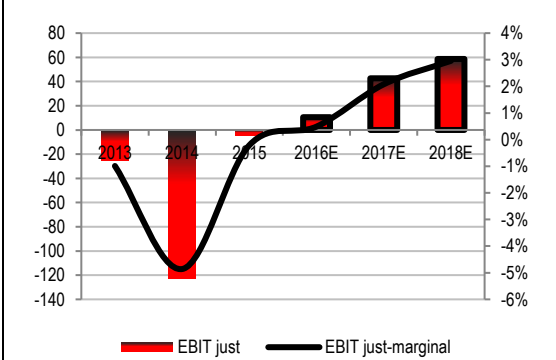
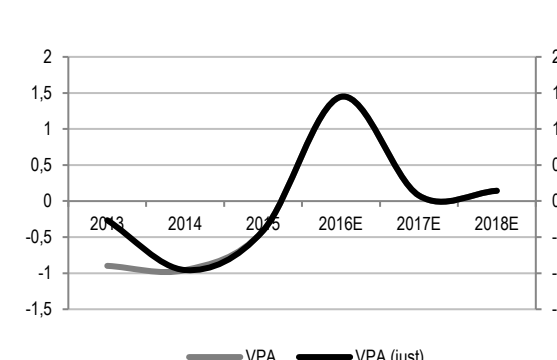
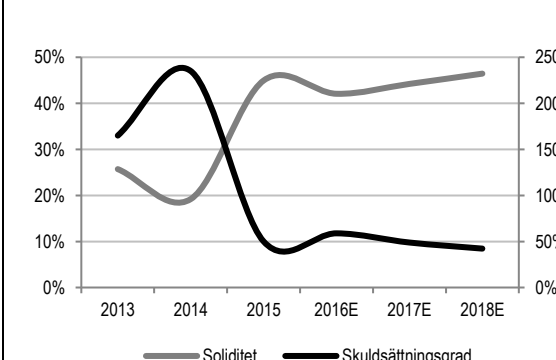
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Holdham S.A.	25,0 %	25,0 %
Svolder AB	7,9 %	7,9 %
Ulf Tidholm	4,8 %	4,8 %
Paulsson Advisory AB	4,3 %	4,3 %
Per-Arne Åhlberg m bolag	4,3 %	4,3 %
Clearstream Banking S.A.	3,8 %	3,8 %
Avanza Pension	3,1 %	3,1 %
John Holtz Elvesjö	2,8 %	2,8 %
SEB Life	2,6 %	2,6 %
Mexor i Skellefteå AB	1,8 %	1,8 %

Aktien	
Reuterskod	BOLJ.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	0,8
Antal aktier, milj	211,2
Börsvärde, MSEK	158,4

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

Nästkommende rapportdatum	
FY 2016 Results	February 16, 2017
Q1 report	May 17, 2017
Q2 report	July 17, 2017

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt	 Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 Legend: — VPA — VPA (just)	 Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Henrik Alveskog äger aktier i Bong: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	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.

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 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 (2016-11-21)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	40	42	20	8	19
3,5p - 7,0p	71	61	92	34	44
0,0p - 3,0p	9	17	8	78	57
Antal bolag	120	120	120	120	120

*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.