



## Penser Access by Carnegie

Kläder &amp; Skor | Sverige | 19 augusti 2024

# Björn Borg

## Stark EBIT-tillväxt i integrationspräglad Q2

### Robust Q2: Tillväxt driven av skointegration, stark utveckling i konsumentdirekt

Nettoomsättningen växte 29% y/y i Q2 relativt våra prognoser om 19% och uppgick till 213 mkr. Vi bedömde att skointegrationen skulle medföra tydliga kvartalsvariationer under 2024 och detta manifesteras i den starka tillväxtsiffran, som är driven av skointegrationen och försäljningen av de lager som medföljde denna fulla integration under H1'24. Rapporten är överlag stark och vi ser indikationer på att skointegrationen fortskrider något hastigare än vad vi tidigare räknat med. Avseende centrala kanaler växer egen online 9% y/y i Q2, vilket förvisso innebär en något avtagande tillväxttakt men som också redovisas mot tuffa jämförelsesiffror (CAGR 23% sedan Q2'23). Kanalen stärker även EBIT-marginalen y/y till 15% (11%) och fortsätter därmed redovisa en sammantaget attraktiv finansiell profil. Hela kanalen konsumentdirekt växer 12% vilket är starka siffror med hänsyn till att den starka tillväxtökningen från skointegrationen primärt drev grossistförsäljningen. Totalt växer försäljningen via grossistkanalen med 50% y/y.

### Stark tillväxt av rörelseresultatet

EBIT i Q2 uppgick till 9,5 mkr (8,1 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om 17%. Utfallet var 10% över våra estimat om 8,7 mkr. Rörelsemarginalen i kvartalet var 4,5% (4,9%). Bruttomarginalen uppgick till 51,8% (55,6%). Marginalnedgången förklaras huvudsakligen av att den starka omsättningstillväxten till stor del drevs av skointegrationen, där omsättningen gick primärt via grossistledet med sänkta priser. Marginaleffekten av skointegrationen blir därmed till stora delar icke-återkommande, men kombineras även med viss press på bruttomarginalen från bl.a. högre containerpriser, samtidigt som bolaget kommunicerar ihållande goda nivåer av snittarbatter mot kund, med positiv inverkan. Sammantaget är rörelseresultatet starkt och understryker en god utveckling i den rådande konsumentmarknaden. EPS växer med 53% y/y i Q2.

### Sammantaget ett robust kvartal

Sammantaget anser vi att utvecklingen i kvartalet är robust och ser goda indikationer på att den viktiga skointegrationen fortlöper väl. Våra estimatjusteringar är primärt en effekt av att vi räknar med något hastigare skointegration är tidigare förväntat, samt något högre kostnader för frakt samt marknadsföring. Vi ser ett nytt motiverat värde om 63-75 kr (60-72 kr).

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	63,0 - 75,0 kr
Totala intäkter	3,5%	1,6%	1,6%	892	1 021	1 079	1 127	Aktiekurs	61,2 kr
EBITDA, just.	0,3%	-1,2%	1,2%	Tillväxt	4%	15%	6%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-1,2%	-1,4%	1,4%	EBITDA, just.	134	152	171	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	101	121	145	157		
Q3 - rapport	15 november 2024		EPS, just.	3,0	3,6	4,6	5,0	Intressekonflikter	
Bolagsfakta (mkr)			EPS-tillväxt, just.	49%	18%	28%	9%	Yes No	
Antal aktier	25m		EK/aktie	13,9	14,5	16,1	17,9	Likviditetsgarant	✓
Börsvärde	1 540		Utdelning per aktie	3,0	3,0	3,2	3,3	Certified adviser	✓
Nettoskuld	96		EBIT-marginal	11,5%	12,2%	13,7%	14,2%	Transaktioner 12m	✓
EV	1 635		ROE, just.	22,5%	25,1%	29,8%	29,3%		
Free float	87%		ROCE, just.	25,5%	30,9%	34,7%	34,6%		
Daglig handelsvolym, snitt	19k		EV/Sales	1,4x	1,6x	1,5x	1,5x		
Bloomberg Ticker	BORG SS EQUITY		EV/EBITDA	9,1x	10,7x	9,6x	9,0x		
Analytiker			EV/EBIT	12,1x	13,5x	11,3x	10,4x		
Hjalmar Jernström			P/E, just.	14,8x	17,1x	13,4x	12,3x		
hjalmar.jernstrom@carnegie.se			P/EK	3,2x	4,2x	3,8x	3,4x		
			Direktavkastning	6,7%	4,9%	5,2%	5,4%		
			FCF yield	10%	6%	8%	9%		
			Nettoskuld/EBITDA	0,1x	0,0x	-0,2x	-0,5x		

## Investment case

Varumärkesbolaget Björn Borg har redovisat en omsättningstillväxt om i snitt 6% per år sedan 2014, vilket är högre än bolagets nuvarande tillväxtmål om 5% och attraktivt med hänsyn till den höga konkurrensen i branschen. Tillväxten har bland annat möjliggjorts av att Björn Borg lyckats förstärka varumärkets position i marknaden ytterligare, och därutöver lyckats omsätta varumärkespositionen till ökad omsättning. Under samma period har produkt- och kanalmix utvecklats väl. Produktmässigt har Björn Borgs erbjudande inom sportkläder växt kraftigt över en längre tid, och redovisat en tillväxt som är väsentligt högre än tillväxten i underklädesförsäljningen. Sportklädessegmentet växte ca 8% årligen 2014-2022 och utgjorde mer än 20% av omsättningen 2023.

Kanalmässigt har Björn Borgs egna onlineförsäljning växt med i genomsnitt 22% årligen sedan 2014. Tillväxten är driven av ett förändrat konsumentbeteende, men också investeringar i plattformen och framgångsrikt marknadsföringsarbete. Vi bedömer samtidigt att Björn Borg under perioden lyckats bibehålla en attraktiv kombination av tillväxt och marginaler, där EBIT-marginalen uppgått till mellan 16-20% för den egna onlinehandeln 2021-2023 och 5-11% för koncernen under perioden 2014-2023.

Trots den goda historiska tillväxten inom sportkläder, bedömer vi att Björn Borg har potential att ytterligare expandera sin marknadsposition och fortsätta att redovisa hög tillväxt inom segmentet. I kombination med ökad onlinehandel har detta potential att skapa en attraktiv produkt- och kanalmix som kan befästa lönsamheten över det egna målet om en EBIT-marginal om 10%. För att driva den utvecklingen behöver Björn Borg vara fortsatt framgångsrika i sitt marknadsföringsarbete och fortsätta att förstärka varumärkets marknadspositionering. Värderingen är idag i linje med återförsäljare inom klädbranschen och återspeglar i vår mening inte värdet av varumärket. Fortsatt optimering av produkt- och kanalmix har potential att stärka multipeln och reducera värderingsgapet.

## Bolagsprofil

Björn Borg är ett svenskt modeföretag som designar och säljer underkläder, skor, sportkläder och övriga produkter under det egna varumärket Björn Borg. Bolagets två största marknader är Nederländerna och Sverige som tillsammans stod för 58% av varumärkesförsäljningen 2023. Produktområdet underkläder stod 2023 för 55% av omsättningen, medan sportkläder stod för 21%. Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019 till en årlig omsättningstillväxt om 5%, en årlig rörelsemarginal om 10%, en årlig utdelning om minst 50 % av nettoresultatet efter skatt och en soliditet som inte ska understiga 35%.

## Värdering

Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som underbyggs av en DCF-modell. Vi värderar bolaget med en SotP-värdering som värderar den egna onlineverksamheten och övrig försäljning separat. Vi ser ett motiverat värde 63-75 kr per aktie (60-72 kr)

## Kvartalet i detalj

Total omsättning i Q2 växte 29% (28% organiskt) motsvarande en omsättning om 213 mkr. Vi förväntade oss att skointegrationen skulle medföra hög tillväxt med start i Q2, samtidigt som timingen i integrationen förväntades medföra stor volatilitet i omsättningen mellan kvartalen under 2024. Trots detta var omsättningen 8% högre än förväntat, efter att hela skoverksamheten integrerats från att tidigare ha primärt redovisats som licensintäkter.

Rörelseresultatet uppgick till 9,5 mkr (8,1 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om 17%, vilket var 10% över våra estimat och reflekterar bland annat starkare redovisat resultat i konsumentdirekt-kanalerna. Bruttomarginalen i koncernen uppgick till 51,8% (55,6%) och valutajusterat 52,3%. Bruttomarginalpressen följer bland annat av de lägre prisnivåerna som var nödvändiga för att hantera omställningen efter den hastigt aviserade rekonstruktionen för moderbolaget till Björn Borgs tidigare licenstagare för skoverksamheten. Vi bedömer att integrationen fortskrider planenligt, och bedömer att takten i kvartalet var något högre än förväntat.

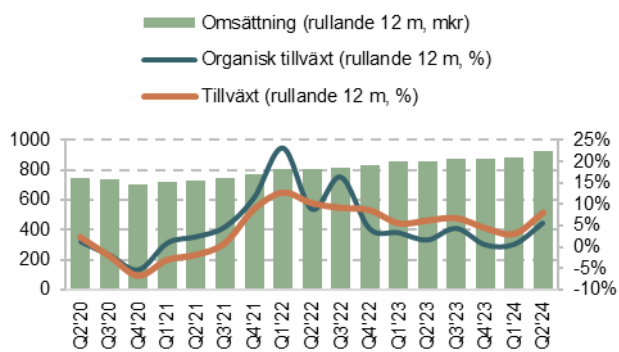
I övrigt ser Bolaget vissa effekter av ökade fraktpriser, samtidigt som man fortsatt ser en god genomsnittlig prisnivå mot kund, drivet av lägre snittrabatter. EPS växte 53% Y/Y i Q2. Vi noterar att marknadsföringsinvesteringarna ökar men ser indikationer på god avkastning på investeringarna, vilket enligt vår syn underbygger attraktiv tillväxtprofil framöver för det egna onlinesegmentet.

Figur 1: Avvikelsestabell

	2022		2023				2024		Penser by Carnegie			2023	2024e	2025e	2026e
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2'24a	Q2'24e	Avv.					
Nettoomsättning	249	198	247	166	262	198	255	213	198	8%	872	981	1 077	1 127	
Tillväxt y/y	4%	10%	9%	3%	5%	0%	3%	29%	19%	9%	4%	12%	10%	5%	
Organisk	0%	4%	5%	-2%	1%	-3%	0%	0%			0%				
Valuta + förvärv	4%	6%	4%	5%	5%	3%	3%	29%			4%				
Bruttoresultat	120	103	129	92	138	112	135	110	106	4%	471	529	600	630	
Bruttomarginal	48%	52%	52%	56%	53%	57%	53%	52%	54%	-2%	54%	54%	56%	56%	
EBITDA	39	16	40	16	49	28	40	18	16	10%	134	152	177	183	
EBITDA-marg.	16%	8%	16%	10%	19%	14%	16%	8%	8%	0%	15%	15%	16%	16%	
EBIT	31	8	31	8	41	20	32	10	9	10%	101	121	151	159	
EBIT-marg.	12%	4%	13%	5%	16%	10%	13%	4%	4%	0%	12%	12%	14%	14%	
Finansiellt netto	-0	-1	-1	-3	-0	1	-7	-0	-0	N.m	-3	-7	-1	-1	
Inkomstskatt	-8	-1	-6	-1	-9	-6	-6	-3	-2	N.m	-22	-24	-30	-32	
Nettoresultat	22	1	25	4	32	15	20	7	7	-3,2%	76	89	120	127	
EPS, justerad (kr)	0,88	0,21	0,99	0,17	1,27	0,59	0,79	0,26	0,27	-3,2%	3,02	3,55	4,76	5,04	

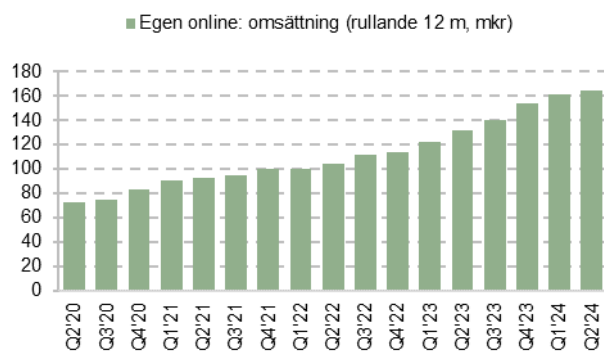
Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 2: Omsättning (mkr) och tillväxt (%)



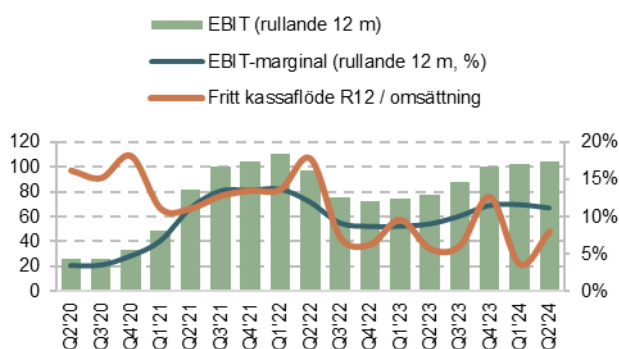
Källa: Björn Borg, Penser Access by Carnegie

Figur 3: Egen online: Omsättning (mkr)



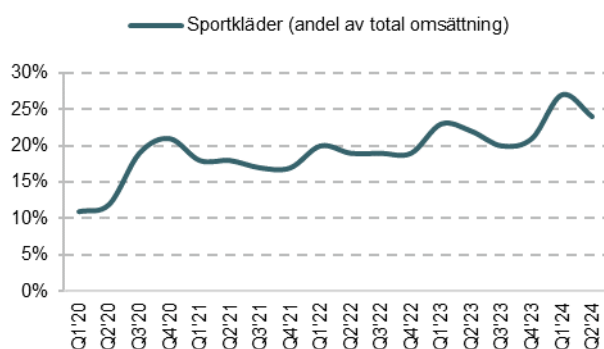
Källa: Björn Borg, Penser Access by Carnegie

Figur 4: EBIT (mkr), EBIT-marginal och FCFF (%)



Källa: Björn Borg, Penser Access by Carnegie

Figur 5: Sportkläder (andel av total omsättning, %)



Källa: Björn Borg, Penser Access by Carnegie

## Estimatjusteringar och värdering

### Mindre EBITDA-justeringar

Mot bakgrund av starkare tillväxt än väntat inom skoförsäljningen tidigarelägger vi våra tillväxtprognoser från segmentet, primärt från 2025 till 2024. Vi gör mindre justeringar av våra kostnadsförväntningar för 2024-2025, främst för att reflektera något högre frakt- och marknadsföringskostnader. Sammantaget justerar vi vår intäktsprognoser för 2024 med 3,5%, samt med 1,6% för 2025-2026. Vi lämnar EBITDA-prognoserna för 2024 i stort oförändrade. EBITDA-prognoserna justerar vi med -1% respektive 1% för 2025 och 2026.

### Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Vi värderar Björn Borg med en multipelansats som kombineras med en DCF-modell. Vi använder fortsatt en multipelansats som baseras på en separat värdering av försäljning via den egna onlinekanalen (16x EBIT NTM) och övrig försäljning (9x EBIT NTM). Multipelvärdningen indikerar ett värde om 65 kr per aktie, och DCF-modellen 70 kr. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 63-75 kr per aktie (60-72 kr).

### Multipelansats

Vi applicerar en multipel för den egna onlineförsäljningen om 16x EBIT för kommande tolv månadersperiod (NTM), och värderar övrig försäljning till 9x EBIT för NTM. Skillnaden motiveras av en väsentligt högre lönsamhet inom egen onlineförsäljning (19% EBIT-marginal 2023), samtidigt som onlinebaserade varumärkesföretag har högre multiplar. Nedan sammanfattas vår multipelansats och känslighetsanalys.

Figur 6: Multipelansats

Värdering	
Aktier	25 148
Nettoskuld	95 852
Multipel (egen online EBIT NTM x)	16
Multipel (Affärer+ e-tailers EBIT NTM x)	9
<b>Bolagsvärde</b>	<b>1 738 856</b>
Justering nettoskuld	-95 852
Värde	1 643 004
<b>Motiverat värde per aktie (SEK)</b>	<b>65</b>

EV/EBIT övrigt NTM

### Känslighetsanalys

		EV/EBIT egen online (x) NTM				
		12	14	16	18	20
7		50	53	56	58	61
8		55	58	60	63	66
9		60	62	65	68	71
10		64	67	70	73	76
11		69	72	75	78	81

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 7: Jämförelsebolag

	Börsvärde Mkr	EV/EBIT			P/E			Omsättningstillväxt		
		24e	25e	26e	24e	25e	26e	LTM	24e	25e
Under Armour	36 202	26,6	19,5	19,5	35,5	21,7	21,7	-5%	-10%	2%
NIKE	1298 661	23,1	20,3	20,3	26,4	23,5	23,5	0%	-5%	5%
adidas	453 307	38,5	22,2	22,2	61,7	29,7	29,7	-1%	8%	10%
PVH	58 112	9,9	9,0	9,0	8,8	7,7	7,7	-1%	-6%	3%
Zalando	69 835	15,9	11,5	11,5	27,0	19,3	19,3	-1%	3%	5%
XXL	1867	N.m	N.m	N.m	N.m	N.m	N.m	-13%	-6%	10%
boohoo group	4 887	N.m	49,0	49,0	N.m	N.m	N.m	-17%	1%	7%
Foot Locker	32 615	24,1	17,3	17,3	21,0	14,8	14,8	-5%	-1%	3%
PUMA	64 592	11,4	9,7	9,7	17,5	13,1	13,1	-4%	3%	8%
Columbia Sportswear	49 125	16,1	14,4	14,4	20,6	18,2	18,2	-5%	-3%	4%
Genomsnitt exkl Björn Borg	206 920	16,6	17,3	17,3	21,8	14,8	14,8	-5%	-2%	6%
<b>Median exkl Björn Borg</b>	<b>53 618</b>	<b>16,0</b>	<b>15,8</b>	<b>15,8</b>	<b>20,8</b>	<b>16,5</b>	<b>16,5</b>	<b>-4%</b>	<b>-2%</b>	<b>5%</b>
<b>Björn Borg</b>	<b>1540</b>	<b>13,5</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>	<b>17,1</b>	<b>13,4</b>	<b>12,3</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>

Källa: Penser Access by Carnegie

### DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Modellen utgår från en diskonteringsränta om 11% som baseras på en riskfri ränta om 2,5%, en riskpremie om 5,5%, en justering för bolagsstorlek om 4%, men även en reduktion om 1% som motiveras av en stark finansiell position och lång god finansiell historik för Björn Borg. Till övriga antaganden hör en långsiktig EBIT-marginal om 12%, samt en långsiktig tillväxt om 1%. Vår DCF-modell indikerar ett motiverat värde om 70 kr per aktie.

Figur 8: DCF-modell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 184 282	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	1,0%
Nuvärdet av terminalvärde	639 903	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 824 185</b>	Market cap-premie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	95 852	Extra riskpremie	-1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>11%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	-2,6%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 728 333</b>			Skattesats	20,4%
Antal utstående aktier, full utspädning	25 148				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>70</b>				

Källa: Penser Access by Carnegie

Figur 9: Känslighetstabel

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		0,0%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%			7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
	10,0%	73	75	77	79	81		10,0%	58	67	77	86	95
	10,5%	70	71	73	75	77		10,5%	56	65	73	82	90
<b>WACC</b>	11,0%	67	69	70	71	73	<b>WACC</b>	11,0%	54	62	70	78	86
	11,5%	65	66	67	68	70		11,5%	52	60	67	74	82
	12,0%	63	63	65	66	67		12,0%	51	58	65	71	78

Källa: Penser Access by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>710</b>	<b>757</b>	<b>705</b>	<b>768</b>	<b>835</b>	<b>872</b>	<b>999</b>	<b>1 057</b>	<b>1 105</b>
Övriga rörelseintäkter	7	22	29	28	26	20	23	22	22
<b>Totala intäkter</b>	<b>717</b>	<b>779</b>	<b>734</b>	<b>796</b>	<b>861</b>	<b>892</b>	<b>1 021</b>	<b>1 079</b>	<b>1 127</b>
Kostnad sålda varor	-303	-351	-335	-352	-411	-401	-462	-473	-488
<b>Bruttoresultat</b>	<b>414</b>	<b>428</b>	<b>399</b>	<b>444</b>	<b>450</b>	<b>491</b>	<b>559</b>	<b>607</b>	<b>640</b>
Försäljningskostnader	-137	-150	-130	-126	-141	-135	-154	-179	-189
Övriga rörelsekostnader	-198	-169	-195	-179	-201	-222	-253	-257	-270
<b>EBITDA</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>75</b>	<b>140</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>152</b>	<b>171</b>	<b>181</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>75</b>	<b>140</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>152</b>	<b>171</b>	<b>181</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	<b>75</b>	<b>140</b>	<b>108</b>	<b>134</b>	<b>152</b>	<b>171</b>	<b>181</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-9	-57	-41	-36	-35	-33	-31	-26	-24
<b>EBIT</b>	<b>71</b>	<b>51</b>	<b>34</b>	<b>104</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>121</b>	<b>145</b>	<b>157</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>71</b>	<b>51</b>	<b>34</b>	<b>104</b>	<b>73</b>	<b>101</b>	<b>121</b>	<b>145</b>	<b>157</b>
Finansnetto	3	-3	-16	3	-2	-3	-7	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>74</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>107</b>	<b>70</b>	<b>98</b>	<b>114</b>	<b>144</b>	<b>157</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>74</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>107</b>	<b>70</b>	<b>98</b>	<b>114</b>	<b>144</b>	<b>157</b>
Total skatt	-14	-10	1	-21	-20	-22	-24	-29	-32
<b>Nettoresultat</b>	<b>60</b>	<b>39</b>	<b>19</b>	<b>86</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>90</b>	<b>115</b>	<b>125</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>60</b>	<b>39</b>	<b>19</b>	<b>86</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>90</b>	<b>115</b>	<b>125</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	9%	-6%	8%	8%	4%	15%	6%	4%
Bruttomarginal	57,4%	53,7%	52,5%	54,2%	50,8%	54,0%	53,7%	55,3%	55,9%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	12,2%	13,7%	14,2%
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	3,57	4,57	4,97
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-35%	-52%	357%	-41%	49%	18%	28%	9%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	71	51	34	104	73	101	121	145	157
Övriga kassaflödesposter	6	40	20	33	35	-6	-1	-4	-8
Förändringar i rörelsekapital	-54	21	89	-23	-48	27	-17	-7	-6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>23</b>	<b>113</b>	<b>143</b>	<b>114</b>	<b>60</b>	<b>121</b>	<b>103</b>	<b>134</b>	<b>143</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-9	-5	-6	-8	-9	-13	-11	-12
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>16</b>	<b>104</b>	<b>137</b>	<b>108</b>	<b>52</b>	<b>112</b>	<b>91</b>	<b>122</b>	<b>131</b>
Förvärv och avyttringar	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Förändring av skulder	-7	-4	-3	-33	-50	-30	0	0	0
Utdelningar	-50	-50	0	-38	-63	-50	-75	-75	-80
Övriga poster	0	0	0	-23	-23	-22	-5	-3	-3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-59</b>	<b>-54</b>	<b>-3</b>	<b>-94</b>	<b>-136</b>	<b>-102</b>	<b>-81</b>	<b>-78</b>	<b>-83</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-43</b>	<b>50</b>	<b>134</b>	<b>15</b>	<b>-83</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>44</b>	<b>48</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>114</b>	<b>262</b>	<b>86</b>	<b>37</b>	<b>66</b>	<b>16</b>	<b>3</b>	<b>-42</b>	<b>-90</b>

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	35	35	34	35	36	36	36	36	36
Övriga immateriella tillgångar	197	197	198	198	195	194	194	194	194
Materiella anläggningstillgångar	15	18	17	15	16	18	17	17	20
Finansiella anläggningstillgångar	23	15	16	14	13	12	12	12	12
Övriga anläggningstillgångar	0	131	57	55	53	44	29	16	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>271</b>	<b>397</b>	<b>322</b>	<b>317</b>	<b>313</b>	<b>304</b>	<b>288</b>	<b>276</b>	<b>266</b>
Varulager	140	128	123	152	201	184	190	201	210
Kundfordringar	130	125	84	92	104	99	120	127	133
Övriga omsättningstillgångar	14	20	20	23	19	17	30	32	33
Likvida medel och kortfristiga placeringar	36	29	70	97	16	27	34	76	122
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>320</b>	<b>302</b>	<b>297</b>	<b>363</b>	<b>340</b>	<b>327</b>	<b>374</b>	<b>435</b>	<b>498</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>619</b>	<b>681</b>	<b>653</b>	<b>632</b>	<b>662</b>	<b>711</b>	<b>764</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	288	271	291	334	325	351	365	405	449
Minoritetsintressen	-6	-6	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>282</b>	<b>265</b>	<b>291</b>	<b>334</b>	<b>325</b>	<b>351</b>	<b>365</b>	<b>405</b>	<b>449</b>
Långfristiga räntebärande skulder	150	150	99	80	0	0	0	0	0
Långfristiga leasingkulder	0	96	36	34	32	25	24	24	23
Övriga långfristiga skulder	47	40	39	42	40	40	40	40	40
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>197</b>	<b>287</b>	<b>174</b>	<b>155</b>	<b>72</b>	<b>65</b>	<b>64</b>	<b>63</b>	<b>63</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	7	0	0	30	0	0	0	0
Leverantörsskulder	38	56	77	97	106	136	130	137	144
Kortfristiga leasingkulder	0	37	21	20	19	17	13	11	8
Övriga kortfristiga skulder	75	48	55	74	101	62	90	95	99
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>112</b>	<b>148</b>	<b>154</b>	<b>191</b>	<b>256</b>	<b>216</b>	<b>233</b>	<b>243</b>	<b>251</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>591</b>	<b>699</b>	<b>619</b>	<b>681</b>	<b>653</b>	<b>632</b>	<b>662</b>	<b>711</b>	<b>764</b>

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	9%	-6%	8%	8%	4%	15%	6%	4%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	36%	-31%	87%	-23%	24%	14%	12%	6%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-28%	-34%	209%	-30%	38%	21%	19%	9%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-35%	-52%	357%	-41%	49%	18%	28%	9%
Bruttomarginal	57,4%	53,7%	52,5%	54,2%	50,8%	54,0%	53,7%	55,3%	55,9%
EBITDA-marginal	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	15,3%	15,2%	16,1%	16,4%
EBITDA-marginal, justerad	11,3%	14,3%	10,6%	18,2%	12,9%	15,3%	15,2%	16,1%	16,4%
EBIT-marginal	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	12,2%	13,7%	14,2%
EBIT-marginal, justerad	10,0%	6,8%	4,8%	13,5%	8,7%	11,5%	12,2%	13,7%	14,2%
Vinst-marginal, justerad	8,4%	5,1%	2,7%	11,2%	6,1%	8,7%	9,0%	10,9%	11,3%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	14%	7%	28%	15%	22%	25%	30%	29%
ROCE, justerad	Neg.	12%	7%	24%	17%	26%	31%	35%	35%
ROIC, justerad	Neg.	11%	7%	28%	19%	27%	33%	40%	44%

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie



## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	19%	16%	17%	19%	23%	21%	19%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	16%	11%	12%	12%	11%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	12%	16%	23%	28%	26%	34%	28%	29%	29%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	18%	22%	23%	29%	34%	28%	27%	27%	27%
Rörelsekapital / totala intäkter	24%	22%	13%	12%	14%	11%	12%	12%	12%
Kapitalomsättningshastighet	1,7x	1,4x	1,6x	1,7x	2,1x	2,3x	2,5x	2,5x	2,3x

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	114	262	86	37	66	16	3	-42	-90
Soliditet	48%	38%	47%	49%	50%	56%	55%	57%	59%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	1,0x	0,3x	0,1x	0,2x	0,0x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	2,4x	1,2x	0,3x	0,6x	0,1x	0,0x	-0,2x	-0,5x

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	3,57	4,57	4,97
EPS, justerad	2,37	1,55	0,75	3,42	2,02	3,02	3,57	4,57	4,97
FCF per aktie	0,65	4,13	5,45	4,30	2,09	4,46	3,60	4,87	5,23
Utdelning per aktie	2,00	0,00	1,50	2,50	2,00	3,00	3,00	3,20	3,30
Eget kapital per aktie	11,2	10,5	11,6	13,3	12,9	13,9	14,5	16,1	17,9
Antal aktier vid årets slut, m	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1	25,1

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

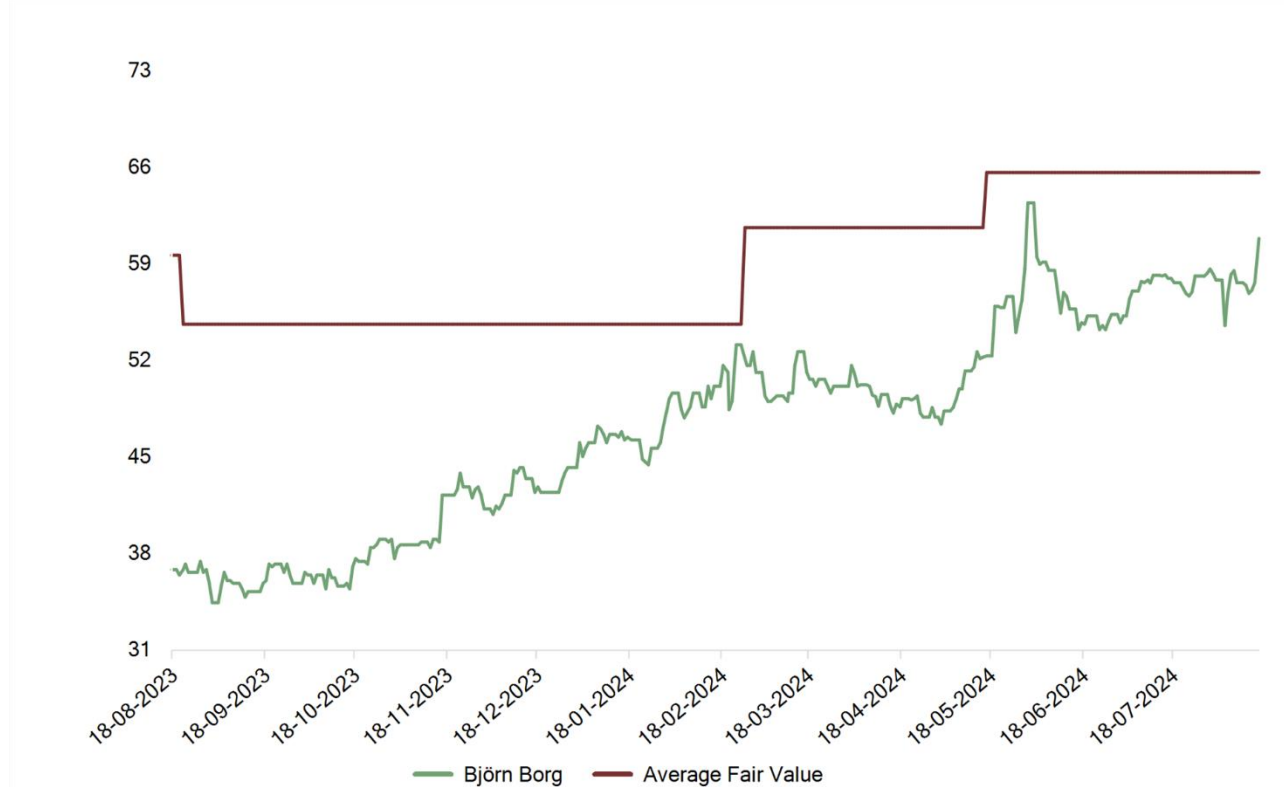
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	8,2x	16,3x	26,4x	14,7x	15,2x	14,8x	17,1x	13,4x	12,3x
P/EK	1,7x	2,4x	1,7x	3,8x	2,4x	3,2x	4,2x	3,8x	3,4x
P/FCF	30,0x	6,1x	3,6x	11,7x	14,8x	10,0x	17,0x	12,6x	11,7x
FCF-yield	3%	16%	28%	9%	7%	10%	6%	8%	9%
Direktavkastning	10,3%	0,0%	7,6%	5,0%	6,5%	6,7%	4,9%	5,2%	5,4%
Utdelningsandel, justerad	84,3%	0,0%	>100%	73,1%	98,9%	99,3%	83,9%	70,1%	66,4%
EV/Sales	0,8x	1,1x	0,8x	1,6x	1,0x	1,3x	1,6x	1,5x	1,5x
EV/EBITDA, justerad	7,5x	8,2x	7,8x	9,3x	7,8x	8,5x	10,7x	9,6x	9,0x
EV/EBIT, justerad	8,4x	17,3x	17,3x	12,5x	11,5x	11,3x	13,5x	11,3x	10,4x
EV	595	891	583	1 302	840	1 138	1 635	1 635	1 635
Aktiekurs	19,4	25,3	19,8	50,3	30,8	44,6	61,2	61,2	61,2

Källa: Björn Borg, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Björn Borg (BORG SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95