



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumentvaror | Sweden | 23 November 2020

Björn Borg

Kostnadskontroll stärker marginaler

Starkt kvartal med fortsatt onlinetillväxt

Försäljningen i Q3 var 225 mkr, 7 mkr över våra estimat. Total e-handel (egen samt e-tailers) växer 17 % y/y och fortsätter därmed visa stark tillväxt. Bruttomarginalen var 50 % mot våra estimat om 51 %. EBIT uppgick till 33,4 mkr (33,1) vilket var väsentligt starkare än våra estimat om 6 mkr. Avvikelsen förklaras av en generellt sett lägre OPEX-nivå med betoning på personal- och marknadsföring.

Besparingar ger synbart resultat

Vi bedömde att OPEX-minskningen skulle få effekt senare, men lönsamheten har redan nu förbättrats. Vi behåller försäljningsiffror för 2020e och tillväxt för 2021-2022e, men höjer EBIT för 2021e till 60 mkr (49 mkr). Vi justerar EBIT-estimatet mot bakgrund av god kostnadskontroll och snabbare genomslag av besparingsåtgärderna, än vi tidigare bedömt.

Fortsatt sektorrabatt

Björn Borg värderas till en rabatt mot sektorn och vi bedömer att rabatten inte är fullt motiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 10x på 2021e och 8x på 2022, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan av ett varumärke. Vi justerar upp vårt motiverade värde till 24-26 kr (19-21) och ser medelhög risk i aktien.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	24.00 - 26.00	
EPS, just 20e	1.2	-0.27	-540.8%	Sales,m	757	720	756	801	Current price	17.50
EPS, just 21e	1.79	1.47	22.1%	Sales Growth	6.7%	(4.9)%	5.0%	6.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	2.75	2.06	33.8%	EBITDA, m	109	82	104	137		
				EBIT, m	51.4	39.5	59.7	90.2		
				EPS, adj	1.55	1.20	1.79	2.75		
				Equity/Share	10.5	11.7	13.5	16.3		
				Dividend	2.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	6.8%	5.5%	7.9%	11.3%		
				ROE (%)	14.7%	10.2%	13.2%	16.9%		
				ROCE	9.8%	7.1%	11.1%	16.9%		
				EV/Sales	0.78x	0.82x	0.78x	0.74x		
				EV/EBITDA	5.4x	7.2x	5.7x	4.3x		
				EV/EBIT	11.5x	15.0x	9.9x	6.5x		
				P/E, adj	11.3x	14.6x	9.8x	6.4x		
				P/Equity	1.7x	1.5x	1.3x	1.1x		
				Dividend yield	9.3%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	18.4%	(1.1)%	15.7%	18.4%		
				Net Debt/EBITDA	2.4g	3.2g	1.9g	0.9g		

Kommande händelser	
Q4-rapport	26 februari 2021

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	25.1m
Market cap	440
Nettoskuld	150
EV	590
Free Float	100.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.0(k)
Reuters/Bloomberg	BORG.ST/BORG SS

Kursutveckling 12 mån	

Analytiker	
hjalmar.jernstrom@penser.se	
Analysavdelningen	



Sammanfattning

Kostnadskontroll stärker marginaler

Investment Case

Björn Borgs omställning från att vara ett bolag inom underkläder till att bli ett företag inom sportkläder har försvårats av pandemin och nedstängningarna i bolagets kärnmarknader under första halvan av 2020. Långsiktigt fortsätter dock hälso- och träningstrenden vara drivande för bolagets tillväxt. Trots bolagets starka varumärke värderas Björn Borg idag i paritet med eller lägre än andra detaljhandelsföretag. Vi anser att en varumärkesvärdering är mer relevant. Givet bolagets lägre lönsamhet samt regionala fokus på enbart norra Europa motiveras en rabatt mot andra varumärkesbolag, även om dagens är rabatt är omotiverad hög.

Bolags profil

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 Holland och Sverige som tillsammans stod för drygt 62 % av varumärkesförsäljningen 2019. Produktområdet underkläder stod 2019 för majoriteten av försäljningen, drygt 59 %, medan sportkläder stod för drygt 14 %. Egen e-handel och försäljning via externa onlinebutiker utgjorde 30 % av omsättningen under Q3'20.

Björn Borg uppdaterade sina finansiella mål under 2019. De nya målen är 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 %. Bortsett från 2018 har Björn Borg uppnått tillväxtmålet sedan 2013.

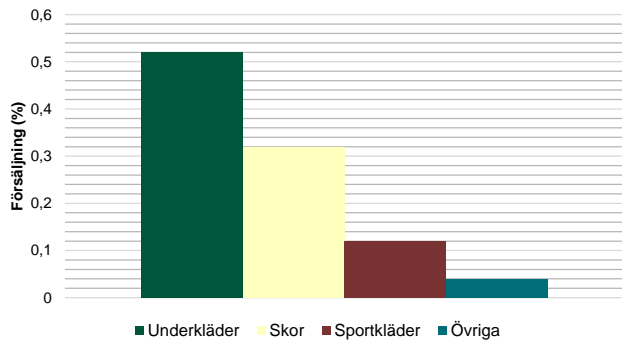
Värdering

Vi värderar Björn Borg med en multipelsansats mot bolag med samma sektorexponering och tillväxtförutsättningar. Björn Borg värderas till en rabatt mot sektorn och vi bedömer att rabatten inte är fullt motiverad. Björn Borg handlas till EV/EBIT 10x på 2021e och 8x på 2022, vilket är närmare detaljhandelsbolag utan prissättningsförmågan av ett varumärke. Vår jämförelsegrupp av retailbolag handlas till EV/EBIT 14x för 2021e, samtidigt som varumärkesbolag handlas till EV/EBIT 26x för 2021e. Mot bakgrund av våra estimathöjningar justerar vi upp vårt motiverade värde till 24-26 kr (19-21 kr) och ser medelhög risk.

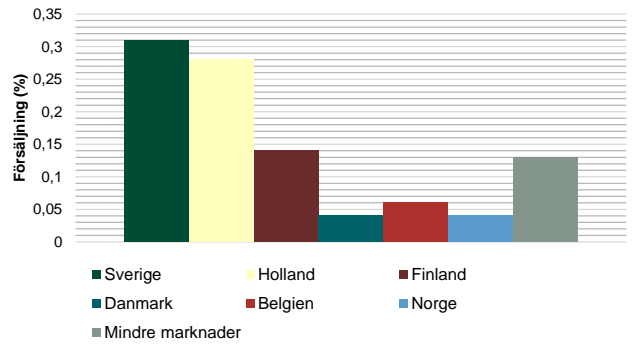
Motiverat värde

24-26 SEK

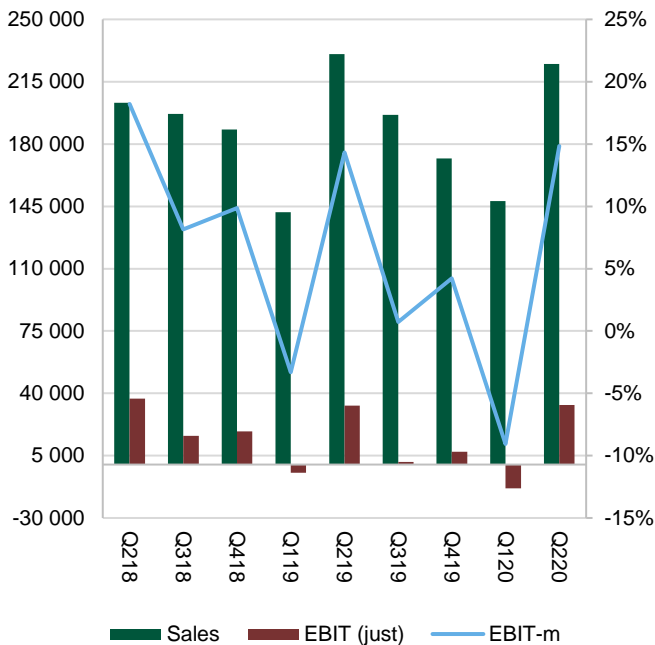
Intäktsfördelning



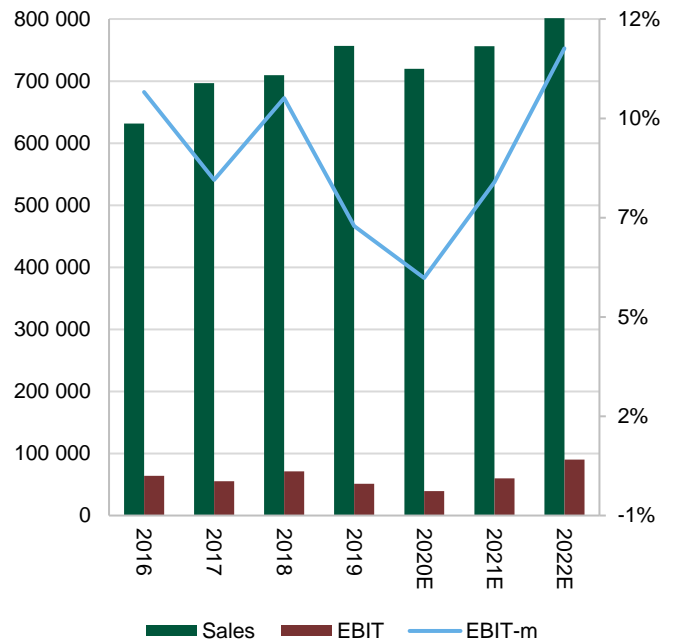
Intäktsfördelning



Intäkter och EBIT



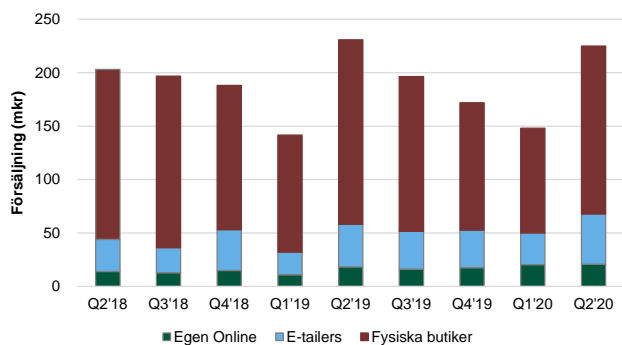
Intäkter och EBIT



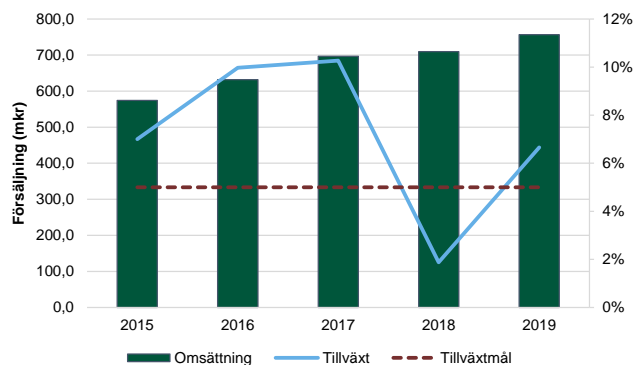
Onlinehandeln växer som andel

Graferna nedan visar hur försäljningskanalerna utvecklats historiskt. Under Q2'20 utgjorde onlinebaserade kanaler ungefär en tredjedel av försäljningen och har därmed växt kraftigt som andel av intäkterna. Försäljningen i relation till omsättningsmålen visas också i grafen nedan.

Intäktsfördelning



Försäljning och försäljningsmål



Största aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Martin Bjäringer	9,7%	9,7%
Fjärde AP-fonden	6,8%	6,8%
Mats Nilsson	6,5%	6,5%
Avanza Pension	5,0%	5,0%
Övriga	72,0%	72,0%

Ordförande	Heiner Olbrich
Verkställande direktör	Henrik Bunge
Finansdirektör	Jens Nyström
Investerarkontakt	Pernilla Johansson
Telefon / Internet	08-506 33 700 / www.corporate.bjornborg.com

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Värdet av ett varumärke

Björn Borg tar upp det egna varumärket till ett värde om 187,5 mkr. Varumärket köptes 2006 för 124 mkr samt ett tilläggsbelopp om minst 7,8 mkr per år under perioden 2007-2016. Totalt bedömer vi att beloppet överskrider 200 mkr. Starka varumärken inom detaljhandelsbranschen medför en prissättningsförmåga, vilket resulterar i högre marginaler och högre lönsamhet.

Björn Borg handlas till EV/EBIT 10x för 2021. Vår grupp av jämförelsebolag inkluderar bolag med varumärken som har hög igenkänningsfaktor, exempelvis Under Armour, Puma, Lululemon, Asics, Adidas och Nike. Genomsnittlig EV/EBIT för jämförelsegruppen är 26x. Aspekter som geografisk exponering, tillväxttakt och skillnader i igenkänningsfaktor gör att flera av bolagen i jämförelsegruppen ska ha en högre multipel än Björn Borg, däremot anser vi att det föreligger en rabatt som inte är motiverad i full utsträckning. Björn Borgs handlas till en multipel närmare jämförelsegruppen för detaljhandelsbolag, som inkluderar bolag som GAP, JD Sports, Foot Locker och Sports Direct. Bolagen i den gruppen har ingen prissättningsförmåga som kommer av det egna varumärket. Vi bedömer att statusen för varumärket Björn Borg motiverar en högre multipel och att ett mer motiverat värde per aktie är 24-26 kr per aktie. Långsiktigt ser vi att bolaget framgångsrikt kan fortsätta sin omställning till att bli ett sportklädesmärke, och dra nytta av den starka underliggande tillväxten inom träning- och hälsovårdsprodukter. För 2021 bedömer vi att tillväxten kan återvända, och bedömer att omsättningen under 2021 kan växa med 5 %.

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	696	710	757	720	756	801
Övriga intäkter	8	7	22	29	22	22
Kostnad sålda varor	-320	-303	-351	-356	-355	-361
Bruttovinst	376	407	406	364	401	441
Försäljnings- och administrationskostnader	-319	-334	-320	-311	-319	-326
Övriga rörelsekostnader						
Rörelseresultat (EBITDA)	65,3	79,9	108,6	81,6	104,0	136,7
Avskrivningar	-9,9	-8,9	-57,2	-42,2	-44,3	-46,5
Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	39,5	59,7	90,2
Extraordinära Poster						
Justerat Resultat (EBIT)	55,4	71,0	51,4	39,5	59,7	90,2
Finansnetto	-4,0	3,0	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
Resultat före skatt	51,4	74,0	48,7	28,7	57,0	87,6
Skatter	-14,0	-14,1	-9,7	1,4	-12,0	-18,4
Minoritetsintressen						
Nettoresultat Rapporterat	37,4	59,9	38,9	30,2	45,1	69,2
Nettoresultat (just)	37,4	59,9	38,9	30,2	45,1	69,2

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Resultat före avskrivningar	65	80	109	82	104	137
Förändringar i rörelsekapital	-8	-54	21	-82	1	-11
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	57	20	113	-1	90	104
Finansiella nettokostnader	-2	-3	-3	-3	-3	-3
Betald skatt	-3	-1	-10	1	-12	-18
Investeringar	15	-16	-13	-5	-5	-5
Fritt Kassaflöde	73	4	100	-6	85	99
Utdelningar	-50	-50	-50	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0
Förvärv	28	-2	-9	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-13	-14	-4	0	0	0
Kassaflöde	7	-21	-8	-36	60	74
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	90	114	262	259	199	124

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	36	35	35	35	35	35
Övriga immateriella tillgångar	193	197	329	287	242	196
Materiella anläggningstillgångar	15	15	18	23	28	33
Övriga anläggningstillgångar	23	23	15	15	15	15
Summa anläggningstillgångar	266	271	397	359	320	279
Varulager	110	140	128	151	151	160
Kundfodringar	91	130	125	137	140	144
Övriga omsättningstillgångar	21	14	20	20	20	20
Likvida medel	53	36	29	-7	53	128
Summa omsättningstillgångar	274	320	302	301	364	452
SUMMA TILLGÅNGAR	541	591	699	660	685	731
Eget Kapital och skulder						
Eget Kapital	277	288	265	295	340	409
Minoritetsintressen	0,49	-5,86	0,00	0,00	0,00	0,00
Summa Eget Kapital	277	282	265	295	340	409
Långfristiga finansiella skulder	125	150	150	150	150	150
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder						
Övriga långfristiga skulder	66	47	137	96	71	46
Summa Långfristiga skulder	191	197	287	246	221	196
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	7	3	3	3
Leverantörsskulder	20	38	56	29	38	40
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	52,0	74,8	84,7	87,7	82,7	82,7
Summa kortfristiga skulder	72	112	148	119	123	125
Summa Eget Kapital och skulder	541	585	699	660	685	731

Per share data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS Adjusted	2,4	1,5	1,2	1,8	2,8
Free Cash Flow Per Share	0,2	4,0	-0,2	3,4	4,0
Diluted No of Shares, Year-end (Millions)	25	25	25	25	25
No of Shares Before Dilution, Weighted Average (Millions)	25	25	25	25	25
Potential No of New Shares From Conv/Warr/Options (M)	0	0	0	0	0
Diluted No of Shares, Weighted Average (Millions)	25	25	25	25	25
No of Shares, Reported (Millions)	25	25	25	25	25
Dividend Per Share	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se