

# Boconcept Holding A/S

Fair value: 323 DKK

Markedsværdi: 170 DKK

Upside: 94 %

## Indhold

Om: .....	3
Facts:.....	3
Forretningsmodel: .....	4
Omsætning: .....	5
Same store sales growth: .....	5
Margin udvikling: .....	7
Valutaforhold:.....	8
Bruttomarginer:.....	10
Fremtidsudsigter: .....	12
Butikker: .....	15
Ledelsen:.....	19
Værdiansættelse: .....	21
Q1 2015 .....	23
Konklusion: .....	25

## Om:

Boconcept er et dansk selskab noteret på fondsbørsen i København. Selskabet ejer franchisekonceptet "Boconcept" med butikker rundt omkring i hele verden. Boconcept har de seneste år leveret om omtumlet tilværelse, men har efter min mening de seneste 12-18 måneder fået styr på forretningen, har fundet det rigtige forretningskoncept samt foretaget de rigtige strukturelle tiltag til at sikre fremtiden.

Boconcept er efter min mening en traditionel overset turn around historie med en betydelig upside.

## Facts:

Omsætning 2014/2015:	1.148 mio. kr.
Antal butikker 30/4 2015:	253 butikker
Strategiplan:	Horizon 16/17
EBIT Margin 2014/2015:	1,3 %
Same store Sales Growth 14/15:	11,5 %
Seneste 5 års same store growth:	5,1 %
Bestyrelsesformand:	Peter Thorsen
Direktør:	Torben Paulin

Disclaimer: Jeg ejer selv aktier i BoConcept gennem mit investeringsselskab. Alle figurer i denne rapport er hvis ikke andet er angivet direkte fra BoConcepts 2014/15 årsrapport.

## Forretningsmodel:

Selskabets forretningsmodel går ud på at sælge højkvalitetsmøbler og andet indretningsdesign i den højere prisklasse. De anser sig selv som tilhørende segment "Affordable Luxury" indenfor møbel – retail. Samme segment som Pandora har succes hos indenfor smykkebranchen.

Selskabet er primært en franchisekæde, men ejer også egne butikker. Egne butikker anvendes ofte at franchisekæder til at teste kollektioner, implementere nye IT-systemer og "forstå" sin egen forretningsmodel for på den måde nemmere at kunne hjælpe og understøtte sine franchisetagere.

Boconcept har siden finanskrisen døjet en del med at have for mange butikker placeret på forkerte lokationer i forskellige lande hos dårligere franchisetagere. Dette har betydet at selskabet har haft problemer med butikker som er kommet i vanskelige problemer og har måttet lukke, hvilket har kostet tab på debitorer (selskabet sælger varer til sine franchisekæder og giver ofte kredit herpå). Samtidig koster det ledelsesressourcer at skulle hjælpe med at afvikle butikker eller finde en anden løsning. Disse ressourcer kunne i stedet være anvendt på væksttiltag og produktforbedringer.

Selskabet har derfor brugt de sidste 2-3 år på at rydde op i deres franchisebase. De har afviklet/lukket butikker på dårlige lokationer hos dårlige franchisetagere. Omvendt har de investeret i at åbne nye butikker hos franchisetagere som har vist sig at være dygtige og i lande som har taget produkterne til sig. Især i Asien har selskabet fået en del succes de senere år.

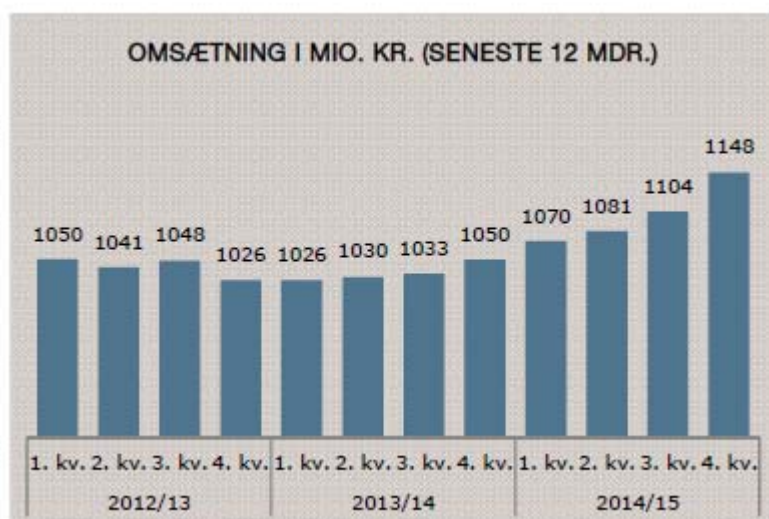
Boconcept beskriver deres visions således:

"Vores vision er at gøre BoConcept til det førende brand inden for urban indretning. Med "We make the most out of your space" som brand promise differentierer vi os fra konkurrenterne med et samlet concept, der forener en moderne, funktionel og fuldt koordineret kollektion med en unik personlig indretningservice, som optimerer kundernes space management. Det hele samles under en global kommunikationsplatform og et butikskoncept, der understreger BoConcepts evne til at skabe individuelle løsninger".

## Omsætning:

BoConcept har over de seneste par år arbejdet på at lukke urentable butikker og starte nye op på bedre lokationer og med bedre franchisetagere, herudover gået ud af markeder som ikke er strategiske.

Nedenstående graf illustrerer selskabets 12 måneders rullende omsætning:



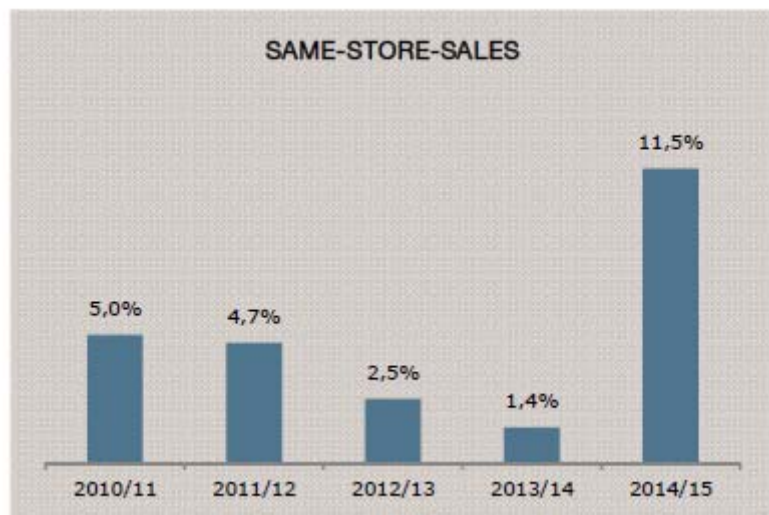
Som det ses havde selskabet ca. 2 år i træk uden vækst. Dette skyldes at butikslukninger mv. udhulede same store sales væksten, samt at Same stores sales væksten var meget lav disse år. Selskabet har dog i seneste regnskabsperiode fået vendt udviklingen og som det ses af grafen har der været en god udvikling i 12 måneders løbende omsætning. Dette skyldes primært den gode udvikling i same store sales og ikke en større mængde nye butikker. Selskabet har dog muligheder for at åbne flere butikker i de kommende år. De har været igennem størstedelen af deres oprydning i urentable butikker og har kun en mindre del tilbage. Nogle af disse håber de dog stadig kan leve videre med en ny franchise tager i stedet for at skulle lukkes. De vil herudover fortsætte med at åbne butikker på gode lokationer i Asien, Afrika mv. 2015/2016 regnskabsåret vil højst sandsynlig indikere en bund i antallet af butikker, hvor der fra 16/17 regnskabsåret igen vil begynde at komme vækst i antallet af butikker.

## Same store sales growth:

Et af de vigtigste nøgletal for retailers er "same store sales" eller hvordan salgsudviklingen har været i de enkelte butikker. Dette nøgletal renses således selskabets omsætningsvækst/fald for eventuelle nye butiksåbninger eller lukninger og viser hvordan de enkelte butikker sælger i forhold til forrige år. Herudover er BoConcepts salg jo salg direkte til deres franchise tagers butikker, hvorimod Same-Store-Sales beskriver

salgsudviklingen ud af butikken. Den viser således et bedre indblik i forbrugerens reelle interesse i produkterne og ikke lagerudsving mv.

Selskabets same store sales udvikling de sidste 5 år illustreres via nedenstående graf:



En udvikling i same store sales på 11,5 % er virkelig flotte tal, hvilket dog til dels skyldes at man i året har lavet en fuldstændig kollektionsopdatering og øget markedsføringsindsatsen betydeligt.

Selskabet forventer selv at stigningen i same store sales i 2015/2016 regnskabet opvejer at de har lukket flere urentable butikker og at væksten derfor vil stige lidt i forhold til 2014/2015. BoConcept bør efter min mening kunne operere med omkring 5 % same store sales growth de kommende år. De har lukket butikker der ikke vækster godt og placeret nye butikker strategisk rigtige steder samt åbnet butikker i spændende markeder som Asien og Afrika hvor væksten er højere, ligesom inflationen og dermed prisstigningerne også er højere der. Det store spørgsmål i forhold til at lave en værdiansættelse af BoConcept er hvordan de kan drive deres same store sales fremover. Ved at have høje same store sales vil det samtidig bibringe godt til selskabets marginer da mersalg direkte til eksisterende butikker har en høj dækningsgrad for BoConcept. Jeg har i min analyse valgt at operere med en 5 % omsætningsvækst de kommende år. Da jeg forventer et begrænset antal netto butiksåbninger antager jeg at dette vil bidrage 1-2 % om året i omsætning og same stores sales bidrage med 3-4 % om året. Set i forhold til ovenstående tal for de seneste 5 år syntes jeg ikke dette er aggressivt og der skulle forhåbentlig være mulighed for en upside her.

Man bør dog være opmærksom på, at væksten i år har været rigtig høj pga. en meget stor kollektionsopdatering og øget markedsføring derfor er sammenligningstallene for same store sales også mere vanskelige. Jeg tror dog at mit 3-4 % estimat som minimum godt kan blive opnået.

## Margin udvikling:

Der er ingen tvivl om at det største problem for BoConcept siden finanskrisen har været deres profitabilitet. Selskabet har haft for høje omkostninger, for lave priser, for stor kompleksitet og faste omkostninger samt for høje tab på udlån. Alle disse forhold har presset selskabets EBIT margin. Sagt på en anden måde, de har simpelthen ikke tjent nok penge på de varer de har solgt.

Denne udvikling forsøger selskabet at gøre op med i strategiplanen Horizon 16/17 og allerede nu har vi set lovende resultater herpå. På grund af selskabets høje skalerbarhed i deres franchise-model er der mulighed for massiv margin-ekspansion de kommende år, hvilket vil øge profitabiliteten langt mere end markedet regner med. Især hvis selskabet kan få nedbragt nulpunktsomsætningen yderligere.

BoConcept har samtidig de senere år været ramt af valutakursudviklingen, som jeg vil beskrive senere. Dette udvikling har været en modgang for selskabet, men kan senere vise sig at vende til en medvind, hvilket vil øge marginerne endnu mere. En af de vigtigste ting for BoConcept har været at få nedbragt faste kapacitetsomkostninger og øge same stores sales. Som jeg viste før var sidstnævnte lykkedes. Det er langt mere rentabelt for selskabet at øge omsætningen via same store sales end via nye butiksåbninger da marginerne er højere på første nævnte. Selskabet forventer selv en EBIT margin omkring 4 % i indeværende regnskabsår. I forhold til deres mere langsigtede målsætning for det kommende år skriver de:



Jeg har i min analyse regnet med 6 % margin i 2016/17, hvilket svarer til midtpunktet i BoConcepts eget estimat. Dette er en væsentlig stigning i forhold til de tidligere år, jeg mener dog at de er opnåeligt på grund af de større tilpasninger Boconcept har lavet, fokus på debitortab samt valutakursudvikling til at øge bruttomarginer. Muligheden for meget store margin ekspansion er en af de ting der virkelig tiltaler mig med BoConcept. Det er meget sjældent at man ser franchise koncepter køre med så lave marginer som BoConcept har. Dette er et tydeligt tegn på at de har haft alt for høje faste omkostninger. Selskabet har konsekvent haft +40 % bruttomargin men kun lavet 2-5 % EBIT margin. Muligheden for at effektivisere er derfor klart til stede, hvilket ledelsen også arbejder på jf. Horizon 16/17 planen.

Men hvor kan BoConcepts marginer gå hen på lang sigt?

BoConcepts franchisebaserede forretningsmodel er gennem sourcing og stordriftsfordele i produktudvikling, markedsføring, distribution, support og administration tilrettelagt, så vækst i omsætningen kan generere et marginalt indtjeningsbidrag på over 25% på EBIT-niveau. Væksten er ikke kapitalkrævende, hvorfor BoConcept har en langsigtet målsætning om en egenkapitalandel på 40-50%.

Som de selv skriver af ovenstående citat fra årsrapporten er forretningsmodellen ret skalerbar. Når deres franchise butikker øger salget tjener BoConcept normalt ca. 40 % bruttomargin herpå. BoConcept har så lidt ekstra øgede omkostninger til salg, markedsføring, logistik etc. som de mener der følger salget, men i alt er det deres mening at 25 % af den øgede omsætning går direkte på bundlinjen. Dette er ret dramatisk for et firma som pt. ligger omkring 3-5 % i EBIT-margin og viser det store marginpotentiale der er i deres forretningsmodel, hvis blot de kan opnå den skalerbarhed de har brug for. Det tror jeg de kan. Hvis man ser på andre franchise koncepter har de normalt langt højere EBIT-marginer. Tag et kig på Pandora med 30 % margin (det skal dog her tages med at smykkebranchen er høj margin) men også franchise koncepter indenfor fødevarer har langt højere marginer. Det hele handler om at opnå stor skala så koncernens omkostninger til R&D, Salg og markedsføring, administration mv. kan holdes på et lavt niveau i forhold til salget.

Hvis du ser på deres margin i dag på ca. 4 % og antager de vil doble salget over de kommende 10 år bør de hvis deres forudsætning om 25 % margin er korrekt øge deres EBIT margin til 14,5 %. Dette er langt mere end de 7,5 % som jeg har anvendt som den langsigtede EBIT-margin i min værdiansættelse. Jeg tror faktisk den nuværende ledelse kan klemme den højere op. Men som valueinvestor skal man ikke investere på "hvis-ude i fremtiden" men se på hvad der opnåeligt indenfor en kortere årrække. Der er ingen tvivl om at den nye CEO, deres CFO samt den helt nyansatte COO har hårdt fokus på omkostningerne, skalerbarheden og skalafordelen.

### Valutaforhold:

Selskabet har omsætning i alt fra DKK, SEK, EURO, YEN, USD, CNY etc.. De eneste to valuta som selskabet har flere omkostninger end indtægter i er USD og CNY, hvilket skyldes at deres produkter produceres i Kina og dermed betales i USD eller CNY. De seneste par år er både USD og CNY styrket betragteligt overfor EURO, DKK, YEN osv. Dette har kostet selskabet på indtjeningen og marginerne fordi de ikke har kunnet vælte de prisstigninger over på deres kunder. Dette ser dog ud til at være begyndt at vende med USD på vej



ned igen efter at have toppet over 7,2 overfor DKK. Samtidig er den kinesiske centralbank begyndt at devaluere deres valuta overfor USD, hvilket er særdeles positivt for BoConcept.

Men hvordan påvirker de seneste begivenheder på valutamarkedet BoConcept og hvordan bør dette påvirke deres guidance og potentiale. De skriver i deres 2014/2015 årsregnskab note 31 følgende:

#### Valutarisici

Andelen af koncernens omsætning, som genereres i udlandet udgør 95% (sidste år 95%). Dette tal er ikke et udtryk for den valutariske risiko, da det er koncernens indkøbspolitik i størst muligt omfang at matche købs- og salgsvalutaer.

Koncernen har nettoindgange i EUR, GBP, JPY, PLN og SEK, mens den væsentligste eksponering på udgangssiden udgør USD og CNY.

Valutarisici styres centralt, og de mest betydende og volatile valutaer afdækkes delvis ved indgåelse af termins- og optionskontrakter med løbetid på maks. 12 måneder samt i mindre grad ved optagelse af valutalån.

Kursregulering af investering i tilknyttede virksomheder i udlandet med en anden funktional valuta end modervirksomhedens indregnes direkte i egenkapitalen. Kursrisici, der relaterer sig hertil, afdækkes ikke, idet det er koncernens opfattelse, at en løbende kurssikring af sådanne langsigtede investeringer ikke vil være optimal set ud fra en samlet risiko- og omkostningsmæssig betragtning.

De isolerede effekter af en stigning på 5% i valutakursen pr. 30. april over for DKK ved omregning af aktiver og forpligtelser kan specificeres således:

	2015	2014
USD		
Egenkapital	1.282	(262)
Årets resultat	1.282	(262)
GBP		
Egenkapital	(908)	(541)
Årets resultat	(908)	(541)
JPY		
Egenkapital	(1.237)	(1.032)
Årets resultat	(1.237)	(1.032)

Oversigten nedenfor angiver EBIT-påvirkningen af 5% valutastigning sammenlignet med den gennemsnitlige valutakurs realiseret pr. regnskabsår.

	2015	2014
USD EBIT-effekt	2.629	217
JPY EBIT-effekt	2.752	2.951
GBP EBIT-effekt	3.182	2.955
CNY EBIT-effekt	(1.731)	(789)

USD-indkøb i Kina er påvirket af CNY-udviklingen i forhold til USD. 5% styrkelse af CNY i forhold til USD påvirker EBIT negativt med 1,1 mio. USD i 2014/15 og 1,2 mio. USD i 2013/14.

De valutaer, der har væsentligst indflydelse på egenkapital og årets resultat, er specificeret ovenfor.

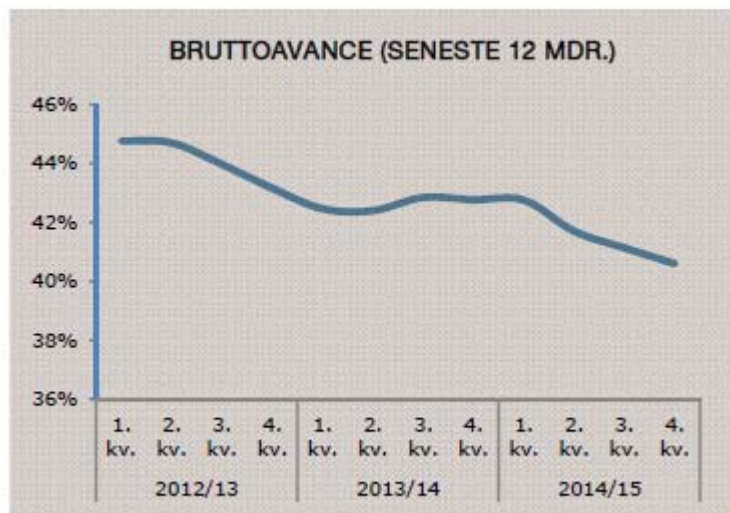
Ovenstående analyse er baseret på en forudsætning om, at alle øvrige variable, i særdeleshed renten, forbliver konstant. Forventningerne er baseret på de for tiden tilgængelige markedsdata.

Et tilsvarende fald i valutakursen for ovenstående valutaer vil have den samme effekt med modsat fortegn for både egenkapital og årets resultat.

Det væsentlig som investor at bemærke her er sætningen: 5 % styrkelse af CNY i forhold til USD påvirker EBIT negativt med 1,1 mio. USD". Her i august 2015 er der netop sket det modsatte. CNY er faldet ca. 5 % overfor USD på grund af Kinas devalueringer af deres valuta. Dette vil medføre en gevinst til BoConcept på ca. 1 mio. \$ eller ca. 7 mio. kr. på EBIT niveau, hvilket er en stigning på ca. 10 % oveni deres egen guidance. Men udover denne gevinst er det også et signal der er vigtigt. Kina vil ikke lade sin valuta stige voldsomt overfor YEN, EURO, USD etc. og centralbanken vil agere for at holde sin valuta lav. Dette er selvfølgelig et vigtigt signal for en virksomhed som BoConcept der har en stor del af sine omkostninger placeres i CNY. Jeg tror at situationen hvor CNY og USD stiger markant år efter år overfor EURO etc. er ovre og derfor vil vi ikke se de valutakursproblemer der har været førhen.

## Bruttomarginer:

Selskabets bruttomarginer har været under pres de seneste 3 år som det ses af nedenstående chart.



Årsagerne hertil er mange. Den primære skal dog findes i valutakursudviklinger og inflation. Når du har øget lønnes i Kina samtidig med at deres valuta er steget en del over DKK, YEN etc. så stiger dine omkostninger bare langt mere end du kan øge priserne overfor dine kunder. Som investor er det væsentligste selvfølgelig hvor marginerne skal hen i fremtiden. Jeg tror vi vil se en stabilisering af marginerne og nok også en øgning over de kommende år. Dette er der flere årsager til:

- 1) Valutakursudviklingen ser ud til at være vendt. Som jeg nævner ovenfor vedrørende valuta er selskabets omkostninger primært i CNY mens salget foregår i USD, EURO, YEN etc. At Kina har valgt at lade sin valuta flyde mere frit for at have lave omkostninger og holde deres konkurrencekraft er selvfølgelig rigtig godt for marginerne hos de selskaber som BoConcept der producerer i Kina.
- 2) Selskabet har selv meddelt har de har udviklet en del højere margin produkter over de kommende år. I takt med at disse mere eksklusive produkter vinder indpas i butikkerne, vil det forhåbentlig også slå igen på selskabets margin
- 3) Selskabet har lavet en del store kollektionsopdateringer, herunder en meget stor en i regnskabsåret 14/15. Dette påvirker marginerne negativt ad 2 årsager. Den ene er at selskabet har afskrevet varelager på udgående varer. Den anden er at nye varer normalt introduceres lidt billigt for at sørge for at skabe opmærksomheden på dem.

- 4) Selskabet har ved den store kollektionsopdatering haft nogle logistikproblemer i forhold til at få alle de nye varer ordenligt frem. Disse logistikproblemer kræver flere omkostninger der påvirker marginer negativt
- 5) Selskabet har som målsætning de kommende år at nedbringe antallet af lagerførte varer med 25 %. Et lavere antal varer gør at de kan fokusere mere og ikke har store logistikomkostninger til lav margin varer mv.

Alt i alt syntes jeg at forholdene gør, at selskabet har gode mulighed for at stabilisere og øge deres marginer igen, hvilket gør det nemmere at opnå højere bundlinje marginer og øge cash flow og overskud til sine aktionærer. En 40 % bruttomargin bør være opnåeligt som minimum fremadrettet.

At selskabet lukker egne butikker presser dog ned her.

## Fremtidsudsigter:

Det vigtigste for en forretning og til at vurdere et selskab er at se på dets langsigtede muligheder. Hvor vil forretningen være om 5-10 år? Hvordan vil den være positioneret på markedet etc.

Jeg har taget et kig på selskabets mere langsigtede strategiske målsætninger:

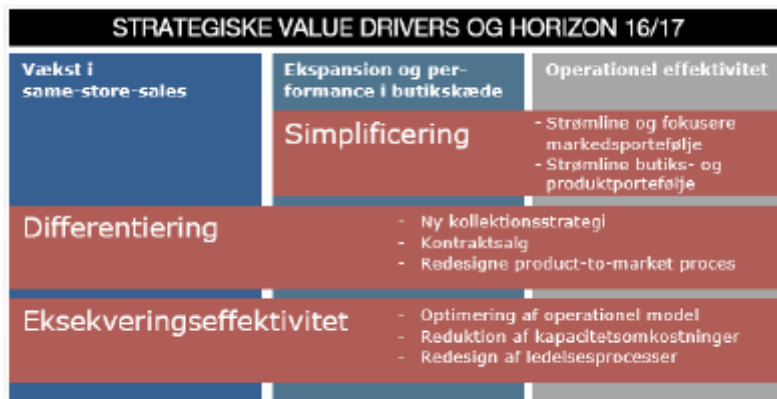


Mange af deres tiltag tænker man "selvfølgelig" ud for. Men det er vigtigt at strategien følges til dørs. Det første de skriver er også det efter min mening vigtigste. Øgning i same store sales. Ved salgstiltag, kollektionsopdateringer etc. Der hvor selskabet har den klart højeste indtjening er ved at øge same store sales. Det har meget høj margin blot at sælge 4-6 % ekstra til en eksisterende butik.

De vil vækste antallet af butikker, men gøre det i rigtige markeder og med rigtige franchisetagere.

Selskabet har dog lært af fortiden, at det handler om kvalitet frem for kvantitet. En dårlig franchise butik koster ekstremt mange ledelsesressourcer, den medfører ofte debitortab etc. Derfor har selskabet fået stort fokus på at gå de rigtige steder hen med de rigtige personer. Eksempelvis nuværende franchisetagere som har 1-2 succesfulde butikker og gerne vil have flere er ofte at foretrække fremfor en ny da den eksisterende har vist sit værd. Omvendt skal de heller ikke blive for afhængige af enkelte franchisetagere.

Det andet er at selskabet tidligere har brugt salg og markedsføringsomkostninger meget bredt. De vil nu fokusere disse penge på de strategisk vigtigste markeder for at skabe vækst der.



Det fremgår også af deres Horizon 16/17 strategiplan. En af de ting de fokuserer mere på er salget til erhvervslokaler, hoteller mv. Her har de opbygget en direkte salgsstyrke, som sætter de enkelte franchiser butikker i samarbejde med erhvervsvirksomheder og hoteller. Dette segment har ofte en meget god margin fordi det ikke kræver lagerplads etc. Her vil butikkerne kunne sælge varer direkte ud til de steder de skal placeres. Som det også ses af ovenstående er det stadig et meget vigtigt strategisk tiltag at få de faste omkostninger ned og kompleksiteten ned. Selskabet skal være mere fleksibelt og mere skalerbart.



BoConcept har delt de forskellige markeder op i kategorier alt efter hvordan de prioriteres og hvilke ledelsesressourcer der skal bruges hvor. En vigtig del er den røde søjle hvor de har markedet de ikke tjener så meget på, er små og ikke vækster. Der lukker de ned. Så har de cash markeder. Markeder hvor der ikke er vækst, men hvor de står stærkt og tjener godt. De skal "manages for cash". Så har de markeder hvor de skal investere for at opnå skalafordele og hvor de allerede står stærkt. Og sidst har de vækstmarkeder som

Kina, øvrig Asien og Afrika som vokser stærkt, hvor de allerede er placeret, men hvor der er store muligheder for yderligere vækst.



Det sidste chart jeg har vist her er deres antal af brand stores. Som det kan ses blev de reduceret en del i sidste regnskabsår som følge af dårligt performende butikker blev lukket ned. Samtidig har man lukket en del butikker som man selv drev.

Det er klart min anbefaling at en franchise kæde ikke har et stort antal egne butikker. 5-10 egne butikker bør være rigeligt for BoConcept. Her kan de så primært teste nye kollektioner og lignende og se hvordan markedet tager imod nye produkter før de udruller nye koncepter til franchise butikkerne. Fordelen ved franchise tankegangen er at den er meget lidt likviditetskrævende. Når der skal ekspanderes og åbnes nye butikker er det franchisetagerne som skal betale depositum, indretning af lejede lokaler, varelager, opstartsomkostninger etc. BoConcept er således blot mellemlid. De køber varer fra deres producent i Kina og sælger varerne til deres franchise butikker. BoConcepts primære opgave er at lave R&D, sørge for at kollektionerne og produkterne er i orden, herunder markedsføringen. Samtidig skal de styre infrastrukturen til butikkerne og hjælpe nye franchisetagere i gang. Når først sådan et koncept er oppe at køre høster moderselskabet normalt skyhøje cash flows. Man kan se på McDonalds, Restaurant Brands International etc. som eksempler hvor succesfulde butikker fungerer som rene cash maskiner for moderselskabet. Det hele handler om at opnå skala. Jeg tror at BoConcept når derhen, og den seneste udvikling og deres strategiske tiltag tyder herpå.

## Butikker:

En ting jeg godt kan lide at gøre når jeg investerer, er at lave noget field research. Jeg valgte derfor at tage en tur i BoConcepts butik i Aalborg for at se produkter, danne mig et bedre kendskab til forretningsmodellen og markedssegmentet etc. Jeg tog nogle billeder og så mig omkring, jeg har dog valgt ikke at gengive billederne her da jeg ikke ved om jeg lovligt må dette. Jeg har i stedet valgt at klippe et par billeder fra deres seneste produktkatalog ind som kan give lidt inspiration omkring hvad det er BoConcept laver.









Say welcome to  
space management

126  
127



Som det nok ses meget godt, er der tale om meget stilistiske produkter og deres priser er også tilpasset hertil. Der er tale om produkter som retter sig mod affordable luxury. Det er for folk der gerne vil noget mere end eje IKEA møbler og indretning og gerne vil præge sit hjem med en unik livsstilsmodel. Samtidig er det personer som ikke har råd til at købe de helt high end luksus møbler og dermed tilpasser BoConcept sig godt i midten i et segment hvor folk ved at købe BoConcept møbler kan skille sig ud, men samtidig er priserne på et niveau hvor de fleste danskere stadig kan være med hvis de ville.

I takt med at middelklassen vokser med hastige skridt rundt omkring i verden, især i Asien og Afrika er det steder som BoConcept, som jeg tror der kan nyde godt heraf. Dette skyldes at mange asiater gerne vil gøre noget unikt ved deres hjem og skille sig ud etc. selvom de ikke har råd til at gå i high end møbler. I sidste ende vil det handle om at finde de rette lokationer og her har BoConcept et vigtigt arbejde. I forhold til eksisterende butikker som skal flyttes, men også nye franchise butikker. At ramme det rigtige segment og finde de helt rette lokationer er altafgørende for BoConcept. Det vil være i de største byer hvor deres marked befinder sig.

## Ledelsen:

Boconcept fik i for et par år siden ny CEO i Torben Paulin som overtog efter stifteren Viggo Mølholm som i stedet blev næstformand for bestyrelsen. De tiltag som Torben Paulin har taget siden han blev ansat har været virkelig stærke. Negativ udvikling i same store sales er vendt, der er omsætningsvækst igen, kreditpolitik overfor dårligere betalere er helt strammet, der er solgt eller lukket egne butikker, flytter eller vendt urentable franchisebutikker, identificeret strategisk vigtige markeder i forhold til nye butiksåbninger, og flyttet salgs og markedsføringsressourcerne hen hvor væksten er og hvor BoConcept er stærkest til stede.

Som jeg allerede har vist tidligere i denne analyse er BoConcept nu begyndt at høste frugterne af det arbejde som Torben Paulin og resten af ledelsen har valgt at foretage med Horizon 16/17.

Selskabet hyrede samtidig sidste år en ny COO i Peter Raupach Linnet, hvilket jeg tror, har været det helt rigtige match. Når man befinder sig i franchise branchen er det altafgørende at have en fremragende supply chain og en god styring af arbejdskapitalen. Og her har den nye COO allerede leveret fremragende resultater som jeg vil vende tilbage til. At skulle købe varer fra forskellige leverandører, have dette på centrallagre og distribuere det ud til alle franchise butikker så billigt som muligt og med så lave kapitalbindinger som muligt er bare altafgørende. Selskabets Q1 resultater viser allerede hvor effektive BoConcept er blevet på distributionen. På trods af en øget omsætning på 15 % har selskabet nedbragt sine distributionsomkostninger fra 97 til 77 mio. kr. Det skal nævnes her at distributionsomkostninger var uforholdsvis høje sidste år som følge af forsinkelser i forbindelse med en kollektionsoptimering. Det er dog stadig ekstremt gode resultater vi begynder at se, og viser frugterne af det arbejde som den nye ledelsen har arbejdet hårdt med.

Jeg har taget mig en snak med selskabets CFO Hans Barslund som også er ansvarlig for Investor Relations omkring BoConcept som franchise koncept og de fremtidsmuligheder der er for konceptet. Jeg stillede spørgsmål til Hans pr. mail og snakkede med ham om dem i telefonen efterfølgende. Jeg skrev dette umiddelbart herefter, men kan ikke garantere at jeg citerer ham 100 % korrekt da det som sagt er baseret på en telefonsamtale.

Det vigtigste for mig at spørge ind til, var om de meget flotte resultater i Q1 2015/2016 var retvisende for deres nuværende business eller om der er enkeltstående forhold fremadrettet. Også at finde ud af hvordan de står til at holde strategien og eksekvere herpå. Jeg var rigtig glad for at høre at Hans bekræftede at deres klart vigtigste mål er same store sales og at dette kommer ud over butiksekspansion. Det er som jeg tidligere har nævnt den helt rigtige tankegang, da det er langt billigere at vækste eksisterende butikker end at øge antallet af butikker. Når det er sagt blev det også pointeret at de har en pipeline med muligheder og især muligheder for at udvide butiksantallet hos eksisterende succesfulde franchise tagere.

Jeg gennemgår selskabets fremragende Q1 resultat på de sidste sider efter værdiansættelsen. Som det ses var deres resultater intet mindre end fremragende og langt højere end deres nuværende guidance og langt højere end de forudsætninger jeg har sat i min værdiansættelsesmodel. Jeg ville derfor høre primært:

”Hvorfor har i ikke hævet guidance. Er det fordi i ved der er enkeltstående ting som vil påvirke negativt eller ønsker i blot mere visibilitet”.

Hans forklarede mig at der ikke var konkrete ting i horisonten som de vidste ville påvirke negativt. I stedet havde de det store CNY fald som kan hæve marginerne mere. Det blev dog også nævnt at de havde en stor ordrebog sidste år som følge af problemer med forsyningen ud til butikkerne og den ordrebeholdning er der derfor ikke mere. De arbejder dog dedikeret med prisstigninger, kollektionsopdateringer mv. Selskabet ville dog gerne længere frem, og have mere visibilitet over forretningen før de ville overveje at hæve deres forventninger til omsætning/EBIT margin for hele året. Dette er forståeligt for mig, da der er usikkerheder i den globale økonomi, herunder Kina som kan påvirke BoConcept.

Vi gennemgik også igennem hele franchise konceptet i forhold til de muligheder der er her. Især set på længere sigt. Som jeg har nævnt her, nævner selskabet selv at øget omsætning vil give en EBIT margin på 25 %. Jeg ville derfor gerne vide hvor de troede de kunne bringe deres totale EBIT margin hen på længere sigt, udover deres nuværende Horizon 16/17 plan.

Det var min opfattelse at selskabet mener de kan opnå en margin på 10-12 % på længere sigt udover deres nuværende strategiplan. Dette er selvfølgelig et højt mål i forhold til sidste års margin og deres guidance i år. Men ser man i forhold til de outstanding resultater de allerede har leveret i Q1 15/16 regnskabet ser de faktisk opnåelige ud indenfor en kortere årrække. Og jeg vil her understrege at min værdiansættelse baserer sig på en top margin på 7,5 %, hvilket viser den store upside der kan være til min værdiansættelse, hvis selskabet fortsætter med sine mål.

## Værdiansættelse:

Jeg har som altid lavet en værdiansættelse af hvad jeg mener fair value af BoConcept bør være. Som det fremgår af forsiden mener jeg fair value er 323 kr. pr. aktie hvilket er en betydelig upside til nuværende kurs. Nedenstående er min DCF model af hvordan jeg fremkommer til dette tal:

WACC	10%					
Resultatopgørelse						
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	Terminal
Revenue	1175	1.234	1.295	1.360	1.428	
Growth	2%	5%	5%	5%	5%	3%
EBIT	47	74	84	95	107	
EBIT-margin	4,00%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%	7,50%
Interest	-2	-2	-2	-2	-2	
EBT	45	72	82	93	105	
Tax	-10	-16	-18	-21	-23	
EAT	35	56	64	73	82	
Cash Flow						
EAT	35	56	64	73	82	
D&A	25	20	15	15	15	
Capex	-20	-15	-15	-15	-15	
Δ Working Capital	-2	-4	-5	-5	-5	
Skat-refusion	2,5	3	3,5	4	5	
Cash flow:	41	60	63	72	82	1.131
NPV	41	54	52	54	56	773
Sum NPV:	1.030					
Net debt	-105					
Total sum	925					
Shares:	2,862					
<b>NPV per share</b>	<b>323</b>					

De 2 % vækst i år er selskabets guidance. 5 % vækst de kommende 4 år mener jeg er konservativt sat da jeg mener de bør kunne lave same store sales alene på dette tal og upsiden vil være højere baseret på en større mængde butiksåbninger. Mht. marginerne, er de 4 % i 2016 selskabets guidance og de 6 % i 2017 også selskabets guidance (midtpunkt af deres 5-7 % guidance). Så det er ikke tal jeg finder på. Stigningen frem til 7,5 % som er min "uendelige" margin er mit estimat og baseres på de faktorer som jeg har gennemgået under marginområdet tidligere i denne rapport.

Deres CAPEX har jeg sat ud fra hvad jeg forventer. 2014/2015 var kun 13 millioner, så jeg har lagt mig noget højere for at være forsigtig. Det er dog her værd at mærke at selskabet ikke har mange egne butikker mere og derfor ikke skal bruge så meget på indretning af egne lokaler osv. mere som tidligere. Også derfor D&A de første år er højere end CAPEX. Fordi de afskriver på indretning af lokaler, bygninger og en større mængde immaterielle rettigheder de købte forrige år. Mht. working capital har jeg sat dette til 7,5 % af omsætningen. Franchise forretninger er ofte asset light og cash positive med lave kapitalbindinger. BoConcepts egne tal var 8,9 % i 2013/14 og 5,6 % i 2014/15 så de er allerede lavere end min guidance her.

Selskabets skatterefusion jeg har medtaget er baseret på udnyttelse af underskud i internationale datterselskaber. Selskabet har 28,4 mio. i skatteaktiver jf. note 16 i årsrapporten. Jeg har medtaget ca. 18 millioner heraf over de kommende 5 år og mener derfor ikke dette er aggressivt.

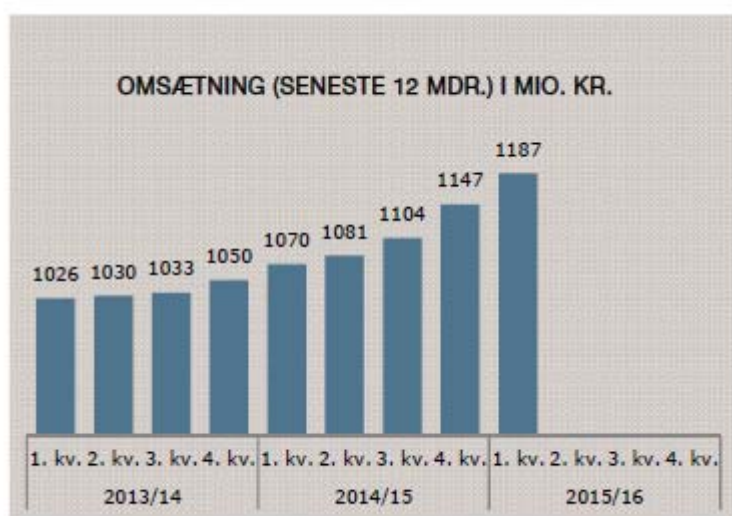
I forhold til terminalværdien har jeg selvfølgelig også beregnet dette af de 77 mio. kr. da jeg selvfølgelig ikke har indregnet de 5 mio. i skatterefusion som noget vedvarende.

For at sætte DCF analysen lidt i perspektiv kan man også se det fra et P/E perspektiv. Min fair value giver selskabet en værdi på 925 mio. kr. Mit estimat for næste regnskabsår 2016/17 er 56 mio. kr. svarende til ca. 16 gange indtjeningen hvilket jeg finder som en god fair value af en asset light franchise model.

## Q1 2015

BoConcept rapportere torsdag den 27 august deres Q1 regnskab som dækker over perioden 1/4 – 30/6 2015. Regnskabet var intet mindre end outstanding og de er langt foran alle de områder jeg har sat i denne analyse samt deres egen guidance.

Væksten var på 14,9 % i kvartalet og same store sales steg hele 16 %. Dette er som i nok kan se milevidt foran selskabets egen guidance om 2 % vækst for hele året. Aktiekursen reagerede flot, men der bør være meget mere at hente som min analyse viser.

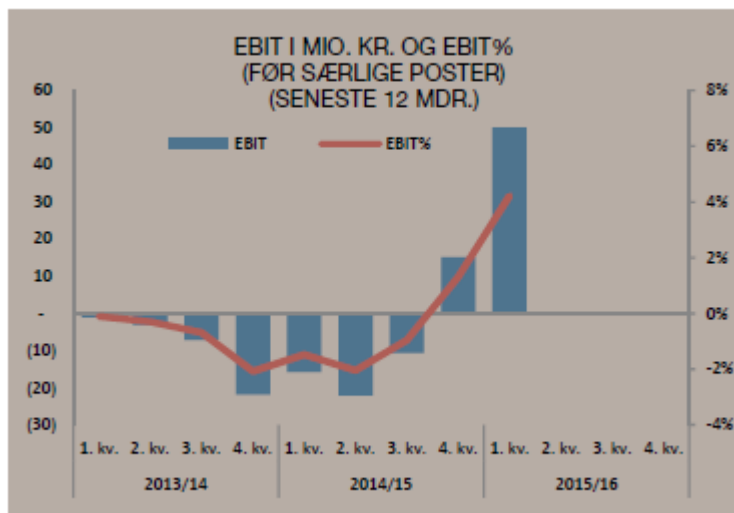


Som i kan se accelererer selskabets omsætning nu, hvilket ligner en trend som er værd at følge.



Som sagt baserer min analyse og kursmål sig på at de kan nå omkring 3-4 % same store sales vækst de kommende år. Selskabet performer der langt foran mine estimater (nu er mine estimater sat ind for at være konservative, jeg tror de kan gøre bedre). Det bliver meget spændende at følge de kommende kvartalers momentum.

Hvad der var endnu mere imponerende omsætningsvækst var deres bundlinje og indtjening.



Ovenstående viser deres rullende 12 måneders EBIT. Dette viser dog ikke billedet af hvor fantastisk deres Q1 resultat rent faktisk var.

EBIT endte i kvartalet på 29,4 mio. kr. Heri indgår en indgangsindtægt på 4,5 mio. kr. fra salget af en egen butik. Så den underliggende EBIT er 24,9 mio. kr. Ud af selskabets omsætning var på 306,7 mio. hvilket modsvarer en EBIT margin på hele 8,1 %. Selskabets egen målsætning er 4 % i indeværende regnskabsår og som i kan se har jeg opereret med en langsigtet EBIT margin å 7,5 %. Selskabet er i Q1 allerede foran selv mit 3 årige langsigtede estimat.

Kan de holde den EBIT resten af året vil det placere dem omkring 100 mio. i EBIT i år, mit kursmål på 332 pr. aktie indregner en EBIT på kun 47 og viser hvor ekstremt godt kvartalet var. Sagt på en anden måde, deres EBIT i Q1 svarer det til 53 % af hele det EBIT jeg har regnet med for hele året!

Herudover er nettogælden reduceret til kun 75 mio. kr. hvilket er lavt i forhold til indtjeningen og solvensen er stort set på det niveau som BoConcept gerne vil være langsigtet, hvilket betyder at der indenfor kort tid kan begyndes at returnere penge til aktionærerne.



## Konklusion:

BoConcept aktien er en ekstremt attraktiv aktie med betydeligt upside potentiale som på trods af de seneste kursstigninger er fuldstændig overset på det danske aktiemarked.

Jeg vil ikke lave opjusteringer til mit kursmål for nuværende, der er dog ingen tvivl om, at holder de kadencen de kommende kvartaler må jeg opjustere kursmålet.

Jeg regner med at gå igennem min model igen efter deres Q2 regnskab sidst på dette år, da både jeg og selskabet har en bedre visibilitet af fremtidsperspektiverne.