



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 7 June 2021

Bokusgruppen

Första dagens handel indikerar god uppsida

Ledarposition på stabilt växande marknad

Bokusgruppen är Sveriges ledande aktör inom distribution av böcker, med tydligt ledarskap inom butiker (70% marknadsandel), stark andraposition inom online (30%) och en utmanarställning inom ljudböcker. Bokmarknaden i stort växer 4% per år drivet av ljudböcker, och vi tror att Bokusgruppen har goda förutsättningar att utvecklas och bibehålla sin starka ställning även i ett mer digitalt landskap.

Fina kassaflöden och potential för högre marginaler

Bolagets affärsmodell är mycket kassaflödesgenererande, vilket kommer ge utrymme för ökande digitala investeringar som ska driva tillväxt framöver, men också en successivt stigande utdelning. Man ska också öka andelen försäljning av övrigt sortiment, en kategori som har högre marginaler än böcker. Tillsammans med effektivisering i rörelsen kan bolaget därmed nå målet om 6% EBITA-marginal 2025.

Uppsida på åtminstone 33%

Första handelsdagen i Bokusgruppens aktie var i fredags (4 juni) då den stängde på 41,20 kr. Vi ser ett motiverat värde om 55-57 kr, vilket betyder att uppsidan därmed är åtminstone 33%. Risken bedöms som medelhög, framförallt p.g.a. att bokmarknaden genomgår en strukturell omvandling mot att bli ännu mer digital.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)					Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	55.00 - 57.00	
EPS, just 21e	0.23	0.23	0.0%	Sales,m	1,775	1,841	1,932	2,022	Current price	SEK41.20
EPS, just 22e	1.52	1.53	-0.9%	Sales Growth	(1.0)%	3.7%	5.0%	4.6%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	2.35	2.37	-0.9%	EBITDA, m	222	189	210	224		
				EBIT, m	43.2	20.8	44.7	61.6		
				EPS, adj	0.27	0.23	1.52	2.35		
				EPS Growth	(90.6)%	(14.7)%	569.7%	54.9%		
				Equity/Share	29.6	39.3	40.0	41.2		
				Dividend	0.75	0.80	1.10	1.30		
				EBIT Marginal	2.4%	1.1%	2.3%	3.0%		
				ROE (%)	0.9%	0.7%	3.8%	5.8%		
				ROCE	4.4%	2.1%	4.4%	5.9%		
				EV/Sales	0.55x	0.53x	0.50x	0.48x		
				EV/EBITDA	4.4x	5.1x	4.6x	4.3x		
				EV/EBIT	22.6x	46.8x	21.8x	15.8x		
				P/E, adj	155.3x	182.0x	27.2x	17.5x		
				P/Equity	1.4x	1.0x	1.0x	1.0x		
				Dividend yield	NM%	1.9%	2.7%	3.2%		
				FCF yield	NM%	6.1%	8.8%	10.4%		
				Net Debt/EBITDA	1.8g	1.2g	0.9g	0.7g		

Kursutveckling 12 mån

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	16.2m
Market cap	665
Nettoskuld	308
EV	973
Avg. No. of Daily Traded Sh.	0.0(k)
Reuters/Bloomberg	BOKUS.ST/BOKUS.SS

Analytiker

oscar.holm@penser.se



Sammanfattning

Första dagens handel indikerar god uppsida

Investment Case

Bokusgruppen är Sveriges ledande aktör inom distribution av böcker, med ett heltäckande erbjudande genom såväl butiker som e-handel och ljudböcker. Bokbranschen genomgår ett andra digitalt strukturskifte genom den streamade ljudbokens ökande popularitet, men vi tror att Bokusgruppen har goda förutsättningar att navigera detta landskap med stöd i starka marknadspositioner, ett komplett erbjudande i alla kanaler och en tydlig handlingsplan. Över tid tror vi därför att bolaget kan ta marknadsandelar och öka såväl tillväxt som marginaler jämfört med idag.

Marknadsledare med mycket stark position

Genom två starka varumärken – Akademibokhandeln och Bokus – har Bokusgruppen en position som överlägsen nummer 1 inom bokhandel i butik i Sverige (70% marknadsandel), en tydlig andraposition inom onlinebokhandel (30% marknadsandel) och en utmanarställning inom den snabbväxande ljudbokskanalen genom tjänsten Bokus Play.

Tillväxtpotential i digitala kanaler och genom merförsäljning

Ljudbokssegmentet visar idag mycket stark tillväxt och marknaden förväntas fortsätta öka med ~25% per år, samtidigt som försäljningen av fysiska böcker online ökat med ~5% de senaste åren. Tillväxten har accelererat till följd av covid-19-pandemin och vi tror därför att det finns goda förutsättningar för bolaget att visa en tillväxt inom online och digitala kanaler på i snitt 10% under prognosperioden. I tillägg till detta finns också goda förutsättningar till ökad försäljning per kund, genom att erbjuda de två miljoner medlemmarna i kundklubben Akademibokhandelns vänner fler produkter och tjänster.

Strukturella initiativ kommer ge högre marginaler

Butiksförsäljningen av böcker förväntas ha en svag utveckling p.g.a. det digitala skiftet, men för att mitigera denna effekt planerar Bokusgruppen att öka andelen försäljning av övrigt sortiment som t.ex. spel, skrivmaterial och pysselartiklar i bolagets butiker. Marknadstillväxten för dessa kategorier är omkring 5% per år och har därtill högre marginaler än böcker. Bolaget kommer också genomföra effektiviseringar för att minska rörelsekostnaderna i framförallt butikerna, vilket vi räknar med kommer fungera marginalstödjande och innebär att man når målet om 6% EBITA-marginal år 2025.

Starka kassaflöden ger stöd och möjligheter

Verksamheten genererar starka kassaflöden som kommer användas till att öka investeringarna inom det digitala området, vilket förväntas vara tillväxt drivande, men även upprätthålla en successivt ökande utdelning. Vi räknar med att bolaget kommer generera ett fritt kassaflöde som är mer än tillräckligt för dessa båda ändamål, och att det därför finns möjligheter för såväl återköp som förvärv över tid.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde för Bokusgruppens aktie om 55-57 kr, baserat på en kassaflödesvärdering och en relativvärdering. Risken bedöms som medelhög, framförallt p.g.a. att bokmarknaden genomgår en strukturell omvandling till att bli ännu mer digital. Över tid ser vi potential till ett högre värde när bolaget bevisat att man kan navigera marknaden och driva tillväxt samtidigt som man ökar marginalerna.

Resultaträkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	--	--	--	1 793	1 775	1 841	1 932	2 022	2 124	2 237
Kostnad sålda varor	--	--	--	-1 073	-1 107	-1 186	-1 234	-1 293	-1 360	-1 435
Bruttovinst	--	--	--	719	668	655	698	729	763	803
Försäljningskostnader	--	--	--	-483	-447	-466	-489	-504	-522	-543
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelseintäkter	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	-2	0	0	0	0	0	0
EBITDA	--	--	--	235	222	189	210	224	241	260
Avskrivningar	--	--	--	-185	-178	-168	-165	-163	-161	-161
Nedskrivningar	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerat)	--	--	--	50	43	21	45	62	80	99
Jämförelsestörande poster	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	--	--	--	50	43	21	45	62	80	99
Finansiella intäkter	--	--	--	2	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	--	--	--	-39	-28	-16	-14	-14	-14	-14
Resultat före skatt	--	--	--	13	15	5	31	48	66	86
Skatter	--	--	--	33	-11	-1	-6	-10	-14	-18
Minoritetsintressen	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	46	4	4	24	38	52	68
Nettoresultat (justerat)	--	--	--	46	4	4	24	38	52	68

Balansräkning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	--	--	--	410	410	410	410	410	410	410
Övriga immateriella tillgångar	--	--	--	426	406	397	389	384	381	380
Materiella anläggningstillgångar	--	--	--	244	299	293	290	288	287	287
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	--	19	3	3	3	3	3	3
Innehav i intresseföretag och andelar	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	--	--	--	1 099	1 119	1 103	1 092	1 085	1 081	1 080
Varulager	--	--	--	198	194	197	202	207	214	221
Kundfordringar	--	--	--	28	22	23	24	26	27	28
Övriga omsättningstillgångar	--	--	--	52	64	66	69	73	76	80
Likvida medel	--	--	--	3	2	69	102	141	189	246
Summa omsättningstillgångar	--	--	--	281	282	355	398	447	506	575
SUMMA TILLGÅNGAR	--	--	--	1 380	1 401	1 458	1 491	1 532	1 587	1 656
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	--	--	--	461	478	634	646	666	698	740
Minoritetsintressen	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	--	--	--	461	478	634	646	666	698	740
Långfristiga finansiella skulder	--	--	--	215	150	35	35	35	35	35
Pensionsavsättningar	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	--	--	--	106	92	92	92	92	92	92
Övriga långfristiga skulder	--	--	--	185	256	256	256	256	256	256
Summa långfristiga skulder	--	--	--	506	498	383	383	383	383	383
Kortfristiga finansiella skulder	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	--	--	--	254	240	249	262	274	287	303
Skatteskulder	--	--	--	0	12	12	12	12	12	12
Övriga kortfristiga skulder	--	--	--	159	172	179	188	196	206	217
Summa kortfristiga skulder	--	--	--	413	425	440	461	482	506	532
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	--	--	--	1 380	1 401	1 458	1 491	1 532	1 587	1 656

Kassaflödesanalys (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	46	4	4	24	38	52	68
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	--	173	205	181	178	175	174	173
Förändringar i rörelsekapital	--	--	--	13	7	9	11	11	13	14
Kassaflöde från den operationella verksamheten	--	--	--	232	217	194	213	225	239	255
Investeringar	--	--	--	-149	-146	-153	-154	-156	-157	-160
Avyttringar	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	--	--	--	83	71	41	59	69	82	95
Utdelningar	--	--	--	0	-5	-12	-13	-18	-21	-26
Nyemission / återköp	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Länefinansiering och övriga justeringar	--	--	--	-17	-109	37	-13	-13	-13	-13
Kassaflöde	--	--	--	66	-44	66	33	39	48	57
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	--	--	--	213	147	-34	-67	-106	-154	-212
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	--	--	--	398	404	223	189	150	102	45

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt	--	--	--	n/a	-1%	4%	5%	5%	5%	5%
EBIT-tillväxt	--	--	--	n/a	-13%	-52%	115%	38%	29%	24%
EPS-tillväxt	--	--	--	n/a	-91%	-15%	570%	55%	38%	30%
Bruttomarginal	--	--	--	40,1%	37,7%	35,6%	36,1%	36,0%	36,0%	35,9%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	--	--	--	5,7%	4,5%	3,1%	4,2%	4,8%	5,4%	6,0%
EBITDA-marginal	--	--	--	13,1%	12,5%	10,3%	10,9%	11,1%	11,4%	11,6%
EBIT-marginal	--	--	--	2,8%	2,4%	1,1%	2,3%	3,0%	3,8%	4,4%
Skattesats	--	--	--	-249%	71%	21%	21%	21%	21%	21%

Kapitaleffektivitet (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	--	--	--	n/a	1%	1%	4%	6%	8%	9%
ROCE	--	--	--	n/a	4%	2%	4%	6%	8%	9%
ROIC	--	--	--	n/a	5%	3%	5%	7%	9%	10%
Investeringar (ex IFRS 16)	--	--	--	21	28	39	41	42	45	47
Investeringar / omsättning	--	--	--	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	--	--	--	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	--	--	--	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
Kundfordringar / omsättning	--	--	--	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	--	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	--	-8%	-7%	-8%	-8%	-8%	-8%	-9%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	--	n/a	1,3x	1,3x	1,3x	1,3x	1,4x	1,4x

Finansiell ställning (mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld	--	--	--	398	404	223	189	150	102	45
Nettoskuld (ex IFRS 16)	--	--	--	213	147	-34	-67	-106	-154	-212
Soliditet	--	--	--	33%	34%	44%	43%	43%	44%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	86%	85%	35%	29%	23%	15%	6%
Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16)	--	--	--	46%	31%	-5%	-10%	-16%	-22%	-29%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	1,7x	1,8x	1,2x	0,9x	0,7x	0,4x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16)	--	--	--	0,9x	0,7x	-0,2x	-0,3x	-0,5x	-0,6x	-0,8x

Nyckeltal per aktie (kr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	--	--	--	2,83	0,27	0,23	1,52	2,35	3,24	4,21
EPS, justerad	--	--	--	2,83	-0,29	-0,06	1,52	2,35	3,24	4,21
FCF per aktie	--	--	--	5,15	4,37	2,53	3,64	4,28	5,05	5,89
Utdelning per aktie	--	--	--	0,00	0,75	0,80	1,10	1,30	1,60	1,80
Eget kapital per aktie	--	--	--	28,5	29,6	39,3	40,0	41,2	43,2	45,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	--	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2

Värderingsmultiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	--	--	--	--	--	neg	27,2x	17,5x	12,7x	9,8x
P/EK	--	--	--	--	--	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x
P/FCF	--	--	--	--	--	16,3x	11,3x	9,6x	8,2x	7,0x
Direktavkastning	--	--	--	--	--	1,9%	2,7%	3,2%	3,9%	4,4%
Utdelningsandel, justerad	--	--	--	--	--	-1363%	73%	55%	49%	43%
EV/Sales (ex IFRS 16)	--	--	--	--	--	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/Sales	--	--	--	--	--	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA (ex IFRS 16)	--	--	--	--	--	11,0x	7,5x	5,8x	4,5x	3,4x
EV/EBITDA	--	--	--	--	--	4,7x	4,1x	3,6x	3,2x	2,7x
EV/EBIT, justerat	--	--	--	--	--	42,7x	19,1x	13,3x	9,6x	7,2x
Aktiekurs, årets slut	--	--	--	--	--	41,2	41,2	41,2	41,2	41,2
EV, årets slut (ex IFRS 16)	--	--	--	--	--	632	598	560	512	455
EV, årets slut	--	--	--	--	--	888	855	816	768	711

Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Nettoomsättning	--	--	--	--	444	--	--	--	462
Kostnad sålda varor	--	--	--	--	-286	--	--	--	-312
Bruttovinst	--	--	--	--	158	--	--	--	150
Försäljningskostnader	--	--	--	--	-122	--	--	--	-122
Administrationskostnader	--	--	--	--	0	--	--	--	0
Övriga rörelseintäkter	--	--	--	--	-1	--	--	--	0
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	--	36	--	--	--	28
EBITDA	--	--	--	--	-45	--	--	--	-40
Avskrivningar	--	--	--	--	0	--	--	--	0
Nedskrivningar	--	--	--	--	-9	--	--	--	-13
EBIT	--	--	--	--	0	--	--	--	0
Jämförelsestörande poster	--	--	--	--	-9	--	--	--	-13
EBIT	--	--	--	--	0	--	--	--	0
Finansiella intäkter	--	--	--	--	-8	--	--	--	-6
Finansiella kostnader	--	--	--	--	-17	--	--	--	-19
Resultat före skatt	--	--	--	--	3	--	--	--	4
Skatter	--	--	--	--	0	--	--	--	0
Minoritetsintressen	--	--	--	--	-13	--	--	--	-15
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	--	-13	--	--	--	-15
Nettoresultat (justerat)	--	--	--	--	-13	--	--	--	-15

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21
Omsättningsstillväxt	--	--	--	--	n/a	--	--	--	4%
EBIT-tillväxt	--	--	--	--	n/a	--	--	--	n/a
Bruttomarginal	--	--	--	--	36%	--	--	--	32%
EBITDA-marginal	--	--	--	--	8%	--	--	--	6%
EBIT-marginal	--	--	--	--	-2%	--	--	--	-3%
Skattesats	--	--	--	--	18%	--	--	--	21%

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