



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 18 July 2021

# Bokusgruppen

## En bra första rapport som noterat bolag

### 12% tillväxt i Q2'21, med bidrag både från butik och online

Bokusgruppen inledde tillvaron som noterat bolag med att leverera en tillväxt på 12% i Q2'21 y/y. Samtidigt förbättrades även underliggande EBITA, i det säsongsmissigt svaga andra kvartalet, till -17,3 mkr från -35,8 mkr i Q2'20. Tillväxten var försäljningsmässigt jämnt fördelad med +13% i butik och +11% i onlinekanaler.

### Positiva utsikter

Ett underliggande resultat vilket visar på betydande förbättringar på årsbasis, ett övrigt sortiment som successivt adderas till Akademibokhandeln Online, samt tecken på att kunderna kommer tillbaka till Akademibokhandeln Butik i takt med att restriktionerna lättar är alla tecken som pekar åt rätt håll. Bolagsledningen gav även ett konfident intryck vid kvartalspresentationen.

### Höjda prognoser efter rapporten

Vi justerar upp våra prognoser något efter rapporten, som indikerar en snabbare återhämtning än vad vi har väntat oss tidigare. Vi räknar nu med att försäljningen i butik är oförändrad i år (tidigare -15%), samt att onlinekanaler växer 15% (tidigare 22%). Motiverat värde, som baseras på en kassaflödesvärdering, höjs till 60-61 kr per aktie (55-57).

| Estimatändring (SEK) |      |      |        | Prognos (SEK)   |         |        |        |                 | Risk och Avkastning |          |
|----------------------|------|------|--------|-----------------|---------|--------|--------|-----------------|---------------------|----------|
|                      | Nu   | Förr |        | 20              | 21e     | 22e    | 23e    | Motiverat värde | 60.00 - 61.00       |          |
| EPS, just 21e        | 0.85 | 0.23 | 274.0% | Sales,m         | 1,775   | 1,939  | 2,029  | 2,113           | Current price       | SEK40.00 |
| EPS, just 22e        | 2.01 | 1.52 | 32.4%  | Sales Growth    | (1.0)%  | 9.2%   | 4.7%   | 4.1%            | Riskenivå           | Medium   |
| EPS, just 23e        | 2.7  | 2.35 | 14.9%  | EBITDA, m       | 222     | 198    | 223    | 236             |                     |          |
|                      |      |      |        | EBIT, m         | 43.2    | 33.4   | 54.7   | 68.7            |                     |          |
|                      |      |      |        | EPS, adj        | 0.27    | 0.85   | 2.01   | 2.70            |                     |          |
|                      |      |      |        | EPS Growth      | (90.6)% | 219.1% | 137.0% | 34.5%           |                     |          |
|                      |      |      |        | Equity/Share    | 29.6    | 39.9   | 41.1   | 42.7            |                     |          |
|                      |      |      |        | Dividend        | 0.75    | 0.80   | 1.10   | 1.30            |                     |          |
|                      |      |      |        | EBIT Marginal   | 2.4%    | 1.7%   | 2.7%   | 3.3%            |                     |          |
|                      |      |      |        | ROE (%)         | 0.9%    | 2.4%   | 5.0%   | 6.4%            |                     |          |
|                      |      |      |        | ROCE            | 4.4%    | 3.3%   | 5.3%   | 6.5%            |                     |          |
|                      |      |      |        | EV/Sales        | 0.57x   | 0.52x  | 0.50x  | 0.48x           |                     |          |
|                      |      |      |        | EV/EBITDA       | 4.5x    | 5.1x   | 4.5x   | 4.3x            |                     |          |
|                      |      |      |        | EV/EBIT         | 23.3x   | 30.1x  | 18.4x  | 14.6x           |                     |          |
|                      |      |      |        | P/E, adj        | 150.8x  | 47.2x  | 19.9x  | 14.8x           |                     |          |
|                      |      |      |        | P/Equity        | 1.4x    | 1.0x   | 1.0x   | 0.9x            |                     |          |
|                      |      |      |        | Dividend yield  | NM%     | 2.0%   | 2.8%   | 3.3%            |                     |          |
|                      |      |      |        | FCF yield       | NM%     | 7.1%   | 9.6%   | 11.1%           |                     |          |
|                      |      |      |        | Net Debt/EBITDA | 1.8g    | 1.1g   | 0.8g   | 0.6g            |                     |          |

| Kommande händelser |                 |
|--------------------|-----------------|
| Q3 2021            | 26 oktober 2021 |
| -                  | -               |
| -                  | -               |

| Bolagsfakta (mkr)            |                   |
|------------------------------|-------------------|
| Antal aktier                 | 16.2m             |
| Market cap                   | 646               |
| Nettoskuld                   | 360               |
| EV                           | 1,006             |
| Free Float                   | 26.00%            |
| Avg. No. of Daily Traded Sh. | 72.5(k)           |
| Reuters/Bloomberg            | BOKUS.ST/BOKUS:SS |

### Kursutveckling 12 mån

### Analytiker

alexander.vilval@penser.se



# Sammanfattning

## En bra första rapport som noterat bolag

### 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 ca 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 marginalstödande 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

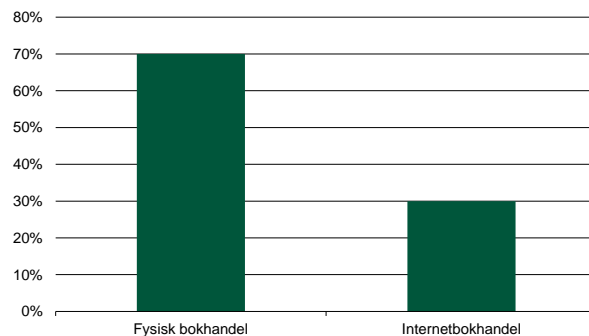
Vi ser ett motiverat värde för Bokusgruppens aktie om 60-61 kr (55-57), baserat på en kassaflödesvärdering efter höjda prognoser efter rapporten för Q2'21. Risken bedöms som medelhög, framförallt p.g.a. att bokmarknaden genomgår en strukturell omvandling till att bli ännu mer digital. En relativvärdering indikerar ca 43 kr per aktie.

# Bokusgruppen i grafer

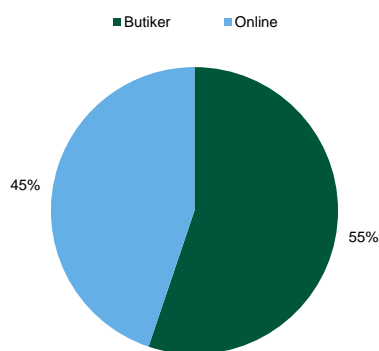
## Bolagsfakta

| Största aktieägare     | Röster                         | Aktier |
|------------------------|--------------------------------|--------|
| Karl Perlhagen         | 42,7%                          | 42,7%  |
| Patrik Wahlén          | 24,0%                          | 24,0%  |
| Fjärde AP-fonden       | 7,0%                           | 7,0%   |
| Swedbank Robur         | 3,9%                           | 3,9%   |
| Övriga                 | 22,5%                          | 22,5%  |
| Ordförande             | Mårten Andersson               |        |
| Verkställande direktör | Maria Edsman                   |        |
| Finansdirektör         | Jane Jangefeldt                |        |
| Investerarkontakt      | Maria Edsman / Jane Jangefeldt |        |
| Hemsida                | www.bokusgruppen.se            |        |

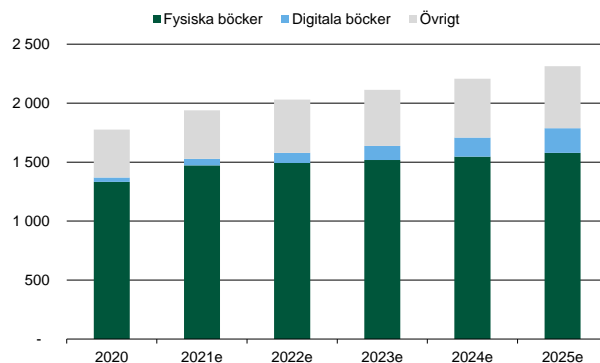
## Marknadsandel per kanal i Sverige



## Försäljning per kanal



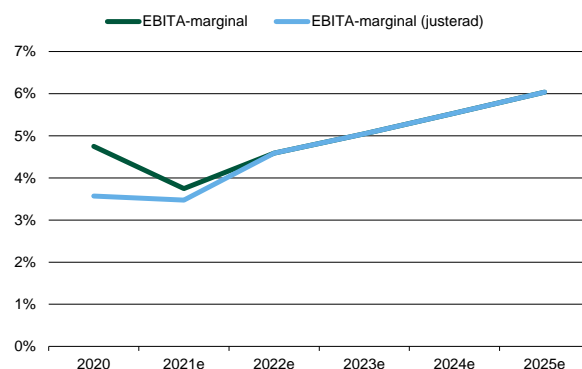
## Försäljning per produktgrupp (mkr)



## Tillväxt online och digitala marknader



## EBITA-marginal



## Höjda prognoser

Vi justerar upp våra prognoser något efter rapporten, som indikerar en snabbare återhämtning än vad vi har väntat oss tidigare. Vi räknar nu med att försäljningen i butik är oförändrad i år (tidigare -15%), samt att onlinekanaler växer 15% (tidigare 22%). Försäljningen i butik växte 13% i Q2'21.

### Prognosförändringar

| <b>Nya estimat</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tillväxt           | 9%           | 5%           | 4%           | 5%           | 5%           |
| Bruttomarginal     | 35,8%        | 36,3%        | 36,1%        | 36,0%        | 35,9%        |
| EBIT-marginal      | 1,7%         | 2,7%         | 3,3%         | 3,8%         | 4,4%         |
| EPS (adj)          | 0,59         | 2,01         | 2,70         | 3,49         | 4,36         |
| DPS                | 0,80         | 1,10         | 1,30         | 1,60         | 1,80         |

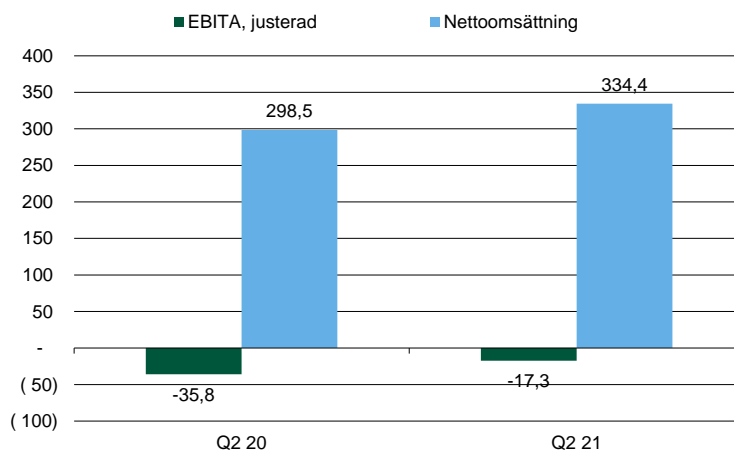
  

| <b>Tidigare estimat</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tillväxt                | 4%           | 5%           | 5%           | 5%           | 5%           |
| Bruttomarginal          | 35,6%        | 36,1%        | 36,0%        | 36,0%        | 35,9%        |
| EBIT-marginal           | 1,1%         | 2,3%         | 3,0%         | 3,8%         | 4,4%         |
| EPS (adj)               | (0,06)       | 1,5          | 2,3          | 3,2          | 4,2          |
| DPS                     | 0,80         | 1,10         | 1,30         | 1,60         | 1,80         |

| <b>Förändring i %</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Omsättning            | 5%           | 5%           | 4%           | 4%           | 3%           |
| EBIT (adj)            | 52%          | 22%          | 12%          | 6%           | 3%           |
| EPS (adj)             | -1098%       | 32%          | 15%          | 8%           | 4%           |
| DPS                   | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |

### Bokusgruppen - årsvis utveckling (mkr)





## Sammanvägd relativvärdering 2023e

| <b>Segment</b>            | <b>Omsättning</b> | <b>EBIT</b> | <b>Multipel</b> | <b>EV</b>    |
|---------------------------|-------------------|-------------|-----------------|--------------|
| Butiker                   | 1 046             | 34          | 12x EBIT        | 419          |
| Online                    | 947               | 31          | 17x EBIT        | 520          |
| Streaming                 | 120               | --          | 1x Sales        | 120          |
| <b>Summa</b>              | <b>2 113</b>      | <b>65</b>   |                 | <b>1 059</b> |
| Nettoskuld (inkl IFRS 16) |                   |             |                 | 360          |
| <b>Värde eget kapital</b> |                   |             |                 | <b>700</b>   |
| Antal aktier (miljoner)   |                   |             |                 | 16           |
| <b>Värde per aktie</b>    |                   |             |                 | <b>43</b>    |

## Resultaträkning

|                                    | 2016 | 2017 | 2018 | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------------------------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Nettoomsättning</b>             | --   | --   | --   | 1 793  | 1 775  | 1 939  | 2 029  | 2 113  | 2 208  | 2 314  |
| Kostnad sålda varor                | --   | --   | --   | -1 073 | -1 107 | -1 245 | -1 294 | -1 350 | -1 413 | -1 484 |
| <b>Bruttovinst</b>                 | --   | --   | --   | 719    | 668    | 694    | 736    | 763    | 794    | 830    |
| Försäljningskostnader              | --   | --   | --   | --     | --     | --     | --     | --     | --     | --     |
| Administrationskostnader           | --   | --   | --   | -483   | -447   | -496   | -513   | -527   | -543   | -561   |
| Övriga rörelseintäkter             | --   | --   | --   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Övriga rörelsekostnader            | --   | --   | --   | -2     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>EBITDA</b>                      | --   | --   | --   | 235    | 222    | 198    | 223    | 236    | 251    | 269    |
| Avskrivningar                      | --   | --   | --   | -185   | -178   | -164   | -168   | -167   | -167   | -166   |
| Nedskrivningar                     | --   | --   | --   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>EBIT (justerat)</b>             | --   | --   | --   | 50     | 22     | 37     | 55     | 69     | 85     | 102    |
| Jämförelsestörande poster          | --   | --   | --   | 0      | -21    | -4     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>EBIT</b>                        | --   | --   | --   | 50     | 43     | 33     | 55     | 69     | 85     | 102    |
| Finansiella intäkter               | --   | --   | --   | 2      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Finansiella kostnader              | --   | --   | --   | -39    | -28    | -16    | -14    | -14    | -14    | -14    |
| <b>Resultat före skatt</b>         | --   | --   | --   | 13     | 15     | 17     | 41     | 55     | 71     | 89     |
| Skatter                            | --   | --   | --   | 33     | -11    | -4     | -8     | -11    | -15    | -18    |
| Minoritetsintressen                | --   | --   | --   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Nettoresultat (rapporterat)</b> | --   | --   | --   | 46     | 4      | 14     | 32     | 44     | 56     | 70     |
| <b>Nettoresultat (justerat)</b>    | --   | --   | --   | 46     | 4      | 14     | 32     | 44     | 56     | 70     |

## Balansräkning

|                                       | 2016 | 2017 | 2018 | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>                     |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |
| Goodwill                              | --   | --   | --   | 410   | 410   | 410   | 410   | 410   | 410   | 410   |
| Övriga immateriella tillgångar        | --   | --   | --   | 426   | 406   | 398   | 392   | 388   | 386   | 386   |
| Materiella anläggningstillgångar      | --   | --   | --   | 244   | 299   | 300   | 300   | 299   | 298   | 298   |
| 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     |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>    | --   | --   | --   | 1 099 | 1 119 | 1 111 | 1 105 | 1 100 | 1 097 | 1 097 |
| Varulager                             | --   | --   | --   | 198   | 194   | 207   | 213   | 217   | 222   | 228   |
| Kundfordringar                        | --   | --   | --   | 28    | 22    | 24    | 26    | 27    | 28    | 29    |
| Övriga omsättningstillgångar          | --   | --   | --   | 52    | 64    | 70    | 73    | 76    | 79    | 83    |
| Likvida medel                         | --   | --   | --   | 3     | 2     | 74    | 111   | 152   | 203   | 262   |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>    | --   | --   | --   | 281   | 282   | 375   | 422   | 472   | 532   | 602   |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>               | --   | --   | --   | 1 380 | 1 401 | 1 486 | 1 527 | 1 572 | 1 629 | 1 699 |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>       |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |
| Eget kapital                          | --   | --   | --   | 461   | 478   | 644   | 664   | 689   | 725   | 769   |
| Minoritetsintressen                   | --   | --   | --   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>Summa eget kapital</b>             | --   | --   | --   | 461   | 478   | 644   | 664   | 689   | 725   | 769   |
| 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   |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>     | --   | --   | --   | 506   | 498   | 383   | 383   | 383   | 383   | 383   |
| Kortfristiga finansiella skulder      | --   | --   | --   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Leverantörsskulder                    | --   | --   | --   | 254   | 240   | 262   | 275   | 286   | 299   | 313   |
| Skatteskulder                         | --   | --   | --   | 0     | 12    | 12    | 12    | 12    | 12    | 12    |
| Övriga kortfristiga skulder           | --   | --   | --   | 159   | 172   | 188   | 197   | 205   | 214   | 225   |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>     | --   | --   | --   | 413   | 425   | 463   | 484   | 503   | 525   | 550   |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b> | --   | --   | --   | 1 380 | 1 401 | 1 490 | 1 531 | 1 576 | 1 634 | 1 703 |

## Kassaflödesanalys

|   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoresultat (rapporterat)                           | --   | --   | --   | 46   | 4    | 14    | 32    | 44    | 56    | 70    |
| Icke kassaflödespåverkande poster                     | --   | --   | --   | 173  | 205  | 177   | 180   | 180   | 179   | 179   |
| Förändringar i rörelsekapital                         | --   | --   | --   | 13   | 7    | 16    | 11    | 11    | 12    | 14    |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | --   | --   | --   | 232  | 217  | 207   | 224   | 235   | 248   | 263   |
| Investeringar   | --   | --   | --   | -149 | -146 | -161  | -162  | -163  | -164  | -165  |
| Avyttringar   | --   | --   | --   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | --   | --   | --   | 83   | 71   | 46    | 62    | 72    | 84    | 97    |
| 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     |
| Lånefinansiering och övriga justeringar               | --   | --   | --   | -17  | -109 | 37    | -13   | -13   | -13   | -13   |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | --   | --   | --   | 66   | -44  | 71    | 37    | 42    | 51    | 59    |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel                 | --   | --   | --   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>Nettoskuld (ex IFRS 16)</b>                        | --   | --   | --   | 213  | 147  | -39   | -76   | -117  | -168  | -227  |
| <b>Nettoskuld (inkl IFRS 16)</b>                      | --   | --   | --   | 398  | 404  | 217   | 181   | 139   | 88    | 30    |

## Tillväxt och marginaler

|                              | 2016 | 2017 | 2018 | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt          | --   | --   | --   | n/a   | -1%   | 9%    | 5%    | 4%    | 5%    | 5%    |
| EBIT-tillväxt                | --   | --   | --   | n/a   | -13%  | -23%  | 64%   | 26%   | 23%   | 21%   |
| EPS-tillväxt                 | --   | --   | --   | n/a   | -91%  | 219%  | 137%  | 35%   | 29%   | 25%   |
| Bruttomarginal               | --   | --   | --   | 40,1% | 37,7% | 35,8% | 36,3% | 36,1% | 36,0% | 35,9% |
| EBITDA-marginal (ex IFRS 16) | --   | --   | --   | 5,7%  | 4,5%  | 3,4%  | 4,5%  | 4,9%  | 5,4%  | 6,0%  |
| EBITDA-marginal              | --   | --   | --   | 13,1% | 12,5% | 10,2% | 11,0% | 11,2% | 11,4% | 11,6% |
| EBIT-marginal                | --   | --   | --   | 2,8%  | 2,4%  | 1,7%  | 2,7%  | 3,3%  | 3,8%  | 4,4%  |
| Skattesats                   | --   | --   | --   | -249% | 71%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   | 21%   |

## Kapitaleffektivitet

|  | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE  | --   | --   | --   | n/a  | 1%   | 2%    | 5%    | 6%    | 8%    | 9%    |
| ROCE   | --   | --   | --   | n/a  | 4%   | 3%    | 5%    | 7%    | 8%    | 9%    |
| ROIC   | --   | --   | --   | n/a  | 5%   | 4%    | 6%    | 8%    | 9%    | 10%   |
| Investeringar (ex IFRS 16)                             | --   | --   | --   | 21   | 28   | 41    | 43    | 44    | 46    | 49    |
| 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  | 1,4x  | 1,4x  | 1,4x  |

## Finansiell ställning

|                                      | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld                           | --   | --   | --   | 398  | 404  | 217   | 181   | 139   | 88    | 30    |
| Nettoskuld (ex IFRS 16)              | --   | --   | --   | 213  | 147  | -39   | -76   | -117  | -168  | -227  |
| Soliditet                            | --   | --   | --   | 33%  | 34%  | 43%   | 43%   | 44%   | 44%   | 45%   |
| Nettoskuldsättningsgrad              | --   | --   | --   | 86%  | 85%  | 34%   | 27%   | 20%   | 12%   | 4%    |
| Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16) | --   | --   | --   | 46%  | 31%  | -6%   | -11%  | -17%  | -23%  | -29%  |
| Nettoskuld / EBITDA                  | --   | --   | --   | 1,7x | 1,8x | 1,1x  | 0,8x  | 0,6x  | 0,4x  | 0,1x  |
| Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16)     | --   | --   | --   | 0,9x | 0,7x | -0,2x | -0,3x | -0,5x | -0,7x | -0,8x |

## Nyckeltal per aktie

|   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad  | --   | --   | --   | 2,83 | 0,27  | 0,85  | 2,01  | 2,70  | 3,49  | 4,36  |
| EPS, justerad   | --   | --   | --   | 2,83 | -0,29 | 0,59  | 2,01  | 2,70  | 3,49  | 4,36  |
| FCF per aktie   | --   | --   | --   | 5,15 | 4,37  | 2,85  | 3,84  | 4,46  | 5,21  | 6,01  |
| 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  | 39,9  | 41,1  | 42,7  | 44,9  | 47,6  |
| 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               | --   | --   | --   | --   | --   | 68,2x | 19,9x | 14,8x | 11,5x | 9,2x  |
| P/EK                        | --   | --   | --   | --   | --   | 1,0x  | 1,0x  | 0,9x  | 0,9x  | 0,8x  |
| P/FCF                       | --   | --   | --   | --   | --   | 14,0x | 10,4x | 9,0x  | 7,7x  | 6,7x  |
| Direktavkastning            | --   | --   | --   | --   | --   | 2,0%  | 2,8%  | 3,3%  | 4,0%  | 4,5%  |
| Utdelningsandel, justerad   | --   | --   | --   | --   | --   | 136%  | 55%   | 48%   | 46%   | 41%   |
| EV/Sales (ex IFRS 16)       | --   | --   | --   | --   | --   | 0,3x  | 0,3x  | 0,3x  | 0,2x  | 0,2x  |
| EV/Sales                    | --   | --   | --   | --   | --   | 0,4x  | 0,4x  | 0,4x  | 0,3x  | 0,3x  |
| EV/EBITDA (ex IFRS 16)      | --   | --   | --   | --   | --   | 9,2x  | 6,3x  | 5,1x  | 4,0x  | 3,0x  |
| EV/EBITDA                   | --   | --   | --   | --   | --   | 4,4x  | 3,7x  | 3,3x  | 2,9x  | 2,5x  |
| EV/EBIT, justerat           | --   | --   | --   | --   | --   | 25,8x | 15,1x | 11,4x | 8,7x  | 6,6x  |
| Aktiekurs, årets slut       | --   | --   | --   | --   | --   | 40,0  | 40,0  | 40,0  | 40,0  | 40,0  |
| EV, årets slut (ex IFRS 16) | --   | --   | --   | --   | --   | 607   | 570   | 529   | 478   | 419   |
| EV, årets slut              | --   | --   | --   | --   | --   | 863   | 827   | 785   | 735   | 676   |



## Kvartalsdata (mkr)

|  | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20  | Q2 20  | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21  | Q2 21  |
|--|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| <b>Nettoomsättning</b>   | --    | --    | --    | --    | 444,0  | 298,5  | --    | --    | 461,9  | 334,4  |
| Kostnad sålda varor  | --    | --    | --    | --    | -285,7 | -189,8 | --    | --    | -311,7 | -208,4 |
| <b>Bruttovinst</b>   | --    | --    | --    | --    | 158,3  | 108,7  | --    | --    | 150,2  | 126,0  |
| Försäljningskostnader  | --    | --    | --    | --    | -122,0 | -96,8  | --    | --    | -122,2 | -112,6 |
| Administrationskostnader   | --    | --    | --    | --    | --     | --     | --    | --    | --     | --     |
| Övriga rörelseintäkter   | --    | --    | --    | --    | 0,0    | 0,0    | --    | --    | 0,0    | 0,0    |
| Övriga rörelsekostnader  | --    | --    | --    | --    | -0,7   | -0,6   | --    | --    | -0,2   | -0,2   |
| <b>EBITDA</b>  | --    | --    | --    | --    | 35,6   | 11,3   | --    | --    | 27,8   | 13,2   |
| Avskrivningar  | --    | --    | --    | --    | -34,8  | -34,0  | --    | --    | -30,2  | -29,9  |
| Nedskrivningar   | --    | --    | --    | --    | 0,0    | 0,0    | --    | --    | 0,0    | 0,0    |
| <b>EBITA</b>   | --    | --    | --    | --    | 0,8    | -22,7  | --    | --    | -2,4   | -16,7  |
| Jämförelsestörande poster (statliga stöd och noteringskostnader) | --    | --    | --    | --    | -0,3   | -13,1  | --    | --    | -2,9   | -0,6   |
| <b>EBITA, justerad</b>   | --    | --    | --    | --    | 0,5    | -35,8  | --    | --    | -5,3   | -17,3  |
| Avskrivningar  | --    | --    | --    | --    | -9,8   | -10,0  | --    | --    | -10,3  | -10,5  |
| Nedskrivningar   | --    | --    | --    | --    | 0,0    | 0,0    | --    | --    | 0,0    | 0,0    |
| <b>EBIT</b>  | --    | --    | --    | --    | -9,0   | -32,7  | --    | --    | -12,7  | -27,2  |
| Jämförelsestörande poster  | --    | --    | --    | --    | 0,0    | 0,0    | --    | --    | 0,0    | 0,0    |
| <b>EBIT</b>  | --    | --    | --    | --    | -9,0   | -32,7  | --    | --    | -12,7  | -27,2  |
| Finansiella intäkter   | --    | --    | --    | --    | 0,0    | 0,0    | --    | --    | 0,0    | 0,0    |
| Finansiella kostnader  | --    | --    | --    | --    | -7,9   | -6,6   | --    | --    | -6,4   | -5,2   |
| <b>Resultat före skatt</b>                                       | --    | --    | --    | --    | -16,9  | -39,3  | --    | --    | -19,1  | -32,4  |
| Skatter  | --    | --    | --    | --    | 3,4    | 7,3    | --    | --    | 3,8    | 6,6    |
| Minoritetsintressen  | --    | --    | --    | --    | 0,0    | 0,0    | --    | --    | 0,0    | 0,0    |
| <b>Nettoresultat (rapporterat)</b>                               | --    | --    | --    | --    | -13,5  | -32,0  | --    | --    | -15,3  | -25,8  |
| <b>Nettoresultat (justerat)</b>                                  | --    | --    | --    | --    | -13,5  | -32,0  | --    | --    | -15,3  | -25,8  |
|  | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20  | Q2 20  | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21  | Q2 21  |
| Omsättningstillväxt  | --    | --    | --    | --    | n/a    | n/a    | --    | --    | 4%     | 12%    |
| EBIT-tillväxt  | --    | --    | --    | --    | n/a    | n/a    | --    | --    | n/a    | n/a    |
| Bruttomarginal   | --    | --    | --    | --    | 36%    | 36%    | --    | --    | 33%    | 38%    |
| EBITDA-marginal  | --    | --    | --    | --    | 8%     | 4%     | --    | --    | 6%     | 4%     |
| EBITA-marginal   | --    | --    | --    | --    | 0%     | -8%    | --    | --    | -1%    | -5%    |
| EBIT-marginal  | --    | --    | --    | --    | -2%    | -11%   | --    | --    | -3%    | -8%    |
| Skattesats   | --    | --    | --    | --    | 20%    | 19%    | --    | --    | 20%    | 20%    |

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 fondhandlarföreningens 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](http://www.penser.se)