



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 28 October 2021

## Bokusgruppen

### 28% underliggande EBITA-tillväxt

#### Fortsatt stark utveckling i Q3'21

Bokusgruppen rapporterade ett justerat EBITA om 32,2 kr i Q3'21, upp 28% från 25,2 mkr i Q3'20. Försäljningen var i princip oförändrad, och det starkare resultatet drevs av förbättrade marginaler i alla kanaler, samt en förbättrad mix med en positiv tillväxt i butik samt en ökad försäljning övrigt sortiment. Försäljningen var totalt sett 3% högre än i pre-covid Q3'19.

#### Fina utsikter inför det viktiga fjärde kvartalet

Bokusgruppen går in i ett Q4'21, vilket är det klart viktigaste kvartalet på året rent säsongsmissigt, utan bördan av covid-19-relaterade restriktioner avseende butikshandeln. Nya butiker samt ett ökande övrigt sortiment med egna produkter borrar väl inför avslutningen på året.

#### Höjda prognoser

Vi justerar upp våra prognoser efter rapporten i spåren av den starka lönsamhetsutvecklingen samt de positiva utsikterna inför Q4'21. Vi räknar med att försäljningen i butik är i princip oförändrad i år, med en ökad andel övrigt sortiment i mixen, samt att onlinekanaler växer 8%. Motiverat värde, som baseras på en kassaflödesvärdering, höjs till 64-65 kr per aktie (60-61).

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	64.00 - 65.00	
EPS, just 21e	1.07	0.85	25.8%	Sales,m	1,775	1,875	1,962	2,038	Current price	SEK40.50
EPS, just 22e	2.3	2.01	14.4%	Sales Growth	(1.0)%	5.7%	4.6%	3.9%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	3.03	2.7	12.4%	EBITDA, m	222	206	227	240	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, m	43.2	37.9	60.5	75.5		
				EPS, adj	0.27	1.07	2.30	3.03		
Q4 2021 Q1 2022 AGM Q2 2022 Q3 2022				EPS Growth	(90.6)%	301.6%	115.4%	32.2%		
				Equity/Share	29.6	40.1	41.6	43.5		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				Dividend	0.75	0.80	1.10	1.30		
				EBIT Marginal	2.4%	2.0%	3.1%	3.7%		
17 februari 2022 28 april 12 maj 15 juli 25 oktober				ROE (%)	0.9%	3.1%	5.6%	7.1%		
				ROCE	4.4%	3.8%	5.8%	7.1%		
Antal aktier Market cap Nettoskuld EV Free Float Avg. No. of Daily Traded Sh. Reuters/Bloomberg				EV/Sales	0.53x	0.50x	0.48x	0.46x		
				EV/EBITDA	4.3x	4.6x	4.2x	3.9x		
BOKUS.ST/BOKUS:SS				EV/EBIT	21.9x	25.0x	15.6x	12.5x		
				P/E, adj	152.7x	38.0x	17.6x	13.3x		
Net Debt/EBITDA				P/Equity	1.4x	1.0x	1.0x	0.9x		
				Dividend yield	NM%	2.0%	2.7%	3.2%		
Net Debt/EBITDA				FCF yield	NM%	8.3%	10.7%	12.1%		
				Net Debt/EBITDA	1.8g	1.0g	0.7g	0.5g		



# Sammanfattning

## 28% underliggande EBITA-tillväxt

### 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.

#### 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 64-65 kr (60-61), baserat på en kassaflödesvärdering efter höjda prognoser efter rapporten för Q3'21. Risker bedöms som medelhög, framförallt p.g.a. att bokmarknaden genomgår en strukturell omvandling till att bli ännu mer digital. En relativvärdering indikerar ca 49 kr per aktie.

# Bokusgruppen i grafer

## Bolagsfakta

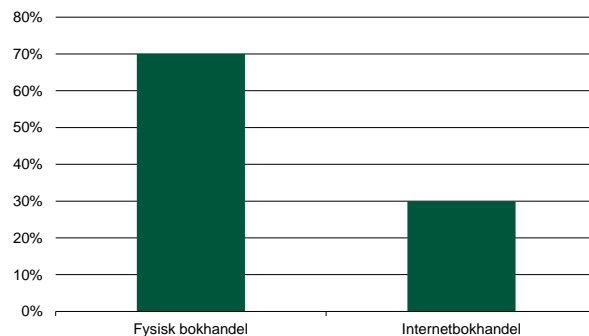
Största aktieägare	Röster	Aktier
Karl Perlhagen	42,7%	42,7%
Patrik Wahlén	24,0%	24,0%
Fjärde AP-fonden	7,0%	7,0%
Mattias Björk	5,1%	5,1%
Övriga	21,2%	21,2%

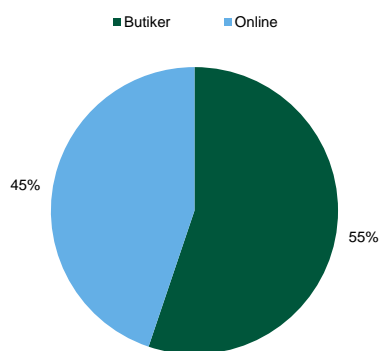
Ordförande	Mårten Andersson
Verkställande direktör	Maria Edsman
Finansdirektör	Jane Jangefeldt
Investerarkontakt	Maria Edsman / Jane Jangefeldt
Hemsida	<a href="http://www.bokusgruppen.com">www.bokusgruppen.com</a>

Källa: Bolaget, Holdings.se

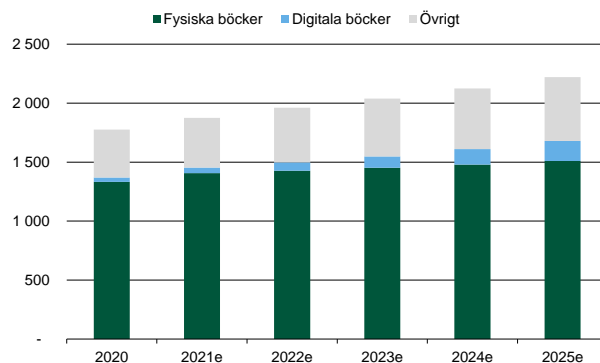
## Marknadsandel per kanal i Sverige



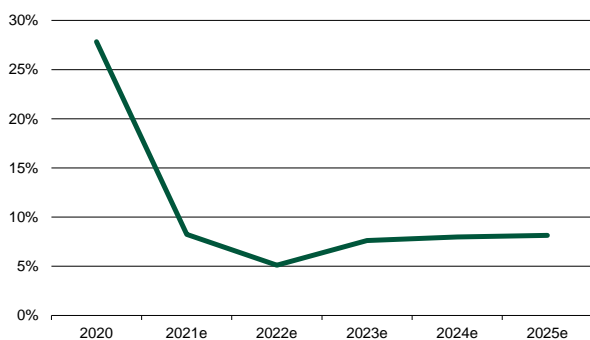
## Försäljning per kanal



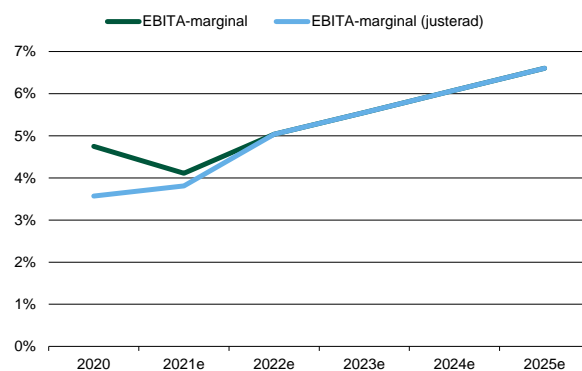
## Försäljning per produktgrupp (mkr)



## Tillväxt online och digitala marknader



## EBITA-marginal





en felaktig förväntans- och värderingsbild. Vi har för vår relativvärdering valt ut ett antal noterade bolag i Norden inom båda dessa grupperna. För att skapa en sammanvägd bild av hur Bokusgruppen ska värderas i relation till de tre jämförelsegrupperna och de tre försäljningskanaler som koncernen har, så har vi använt oss av vad som kan liknas vid en Sum of the parts-kalkyl (SOTP). I kalkylen värderar vi varje försäljningskanal för sig, med utgångspunkt i vilken jämförelsegrupp den är mest lik och utifrån en schablonmässig fördelning av EBIT baserad på kanalens andel av koncernens totala omsättning. Vi utgår från år 2023 i värderingen, eftersom Bokusgruppen då bör ha nått en bra bit mot sina finansiella mål och marknadstrenderna stabiliserats jämfört med den covid-19-präglade verklighet som vi upplever idag. Resultatet presenteras i tabellen nedan, och indikerar ett värde på 49 kr per aktie.

### Sammanvägd relativvärdering 2023e

<b>Segment</b>	<b>Omsättning</b>	<b>EBIT</b>	<b>Multipel</b>	<b>EV</b>
Butiker	1 043	39	11x EBIT	437
Online	898	33	17x EBIT	565
Streaming	97	--	0.8x Sales	78
<b>Summa</b>	<b>2 038</b>	<b>72</b>		<b>1 080</b>
Nettoskuld (inkl IFRS 16)				292
<b>Värde eget kapital</b>				<b>788</b>
Antal aktier (miljoner)				16
<b>Värde per aktie</b>				<b>49</b>

## Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	--	--	--	1 793	1 775	1 875	1 962	2 038	2 125	2 221
Kostnad sålda varor	--	--	--	-1 073	-1 107	-1 194	-1 239	-1 290	-1 347	-1 411
<b>Bruttovinst</b>	--	--	--	719	668	681	723	748	777	810
Försäljningskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Administrationskostnader	--	--	--	-483	-447	-475	-496	-508	-522	-539
Övriga rörelseintäkter	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	-2	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	--	--	--	235	222	206	227	240	255	271
Avskrivningar	--	--	--	-185	-178	-168	-166	-164	-163	-162
Nedskrivningar	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT (justerat)</b>	--	--	--	50	22	41	61	75	92	110
Jämförelsestörande poster	--	--	--	0	-21	-4	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	--	--	--	50	43	38	61	75	92	110
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	22	47	62	78	96
Skatter	--	--	--	33	-11	-4	-10	-13	-16	-20
Minoritetsintressen	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	--	--	--	46	4	17	37	49	62	76
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	--	--	--	46	4	17	37	49	62	76

## 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	397	390	385	382	381
Materiella anläggningstillgångar	--	--	--	244	299	296	293	291	289	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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	--	--	--	1 099	1 119	1 106	1 096	1 089	1 084	1 081
Varulager	--	--	--	198	194	200	205	209	214	219
Kundfordringar	--	--	--	28	22	24	25	26	27	28
Övriga omsättningstillgångar	--	--	--	52	64	67	70	73	76	80
Likvida medel	--	--	--	3	2	82	126	175	233	299
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	--	--	--	281	282	373	427	483	550	626
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	--	--	--	1 380	1 401	1 479	1 523	1 572	1 634	1 707
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>										
Eget kapital	--	--	--	461	478	648	672	703	744	795
Minoritetsintressen	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	--	--	--	461	478	648	672	703	744	795
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	254	266	276	288	301
Skatteskulder	--	--	--	0	12	12	12	12	12	12
Övriga kortfristiga skulder	--	--	--	159	172	182	190	198	206	216
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	--	--	--	413	425	448	468	486	506	528
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	--	--	--	1 380	1 401	1 479	1 523	1 572	1 634	1 707

## Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	46	4	17	37	49	62	76
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	--	173	205	181	179	177	175	174
Förändringar i rörelsekapital	--	--	--	13	7	12	11	10	11	13
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	--	--	--	232	217	210	227	236	249	263
Investeringar	--	--	--	-149	-146	-156	-157	-157	-158	-159
Avyttringar	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	--	--	--	83	71	54	70	79	91	104
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	80	44	49	58	66
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (ex IFRS 16)</b>	--	--	--	213	147	-47	-91	-140	-198	-264
<b>Nettoskuld (inkl IFRS 16)</b>	--	--	--	398	404	209	165	116	58	-8

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt	--	--	--	n/a	-1%	6%	5%	4%	4%	5%
EBIT-tillväxt	--	--	--	n/a	-13%	-12%	60%	25%	22%	19%
EPS-tillväxt	--	--	--	n/a	-91%	302%	115%	32%	27%	23%
Bruttomarginal	--	--	--	40,1%	37,7%	36,3%	36,8%	36,7%	36,6%	36,5%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	--	--	--	5,7%	4,5%	4,0%	4,9%	5,4%	6,0%	6,5%
EBITDA-marginal	--	--	--	13,1%	12,5%	11,0%	11,5%	11,8%	12,0%	12,2%
EBIT-marginal	--	--	--	2,8%	2,4%	2,0%	3,1%	3,7%	4,3%	4,9%
Skattesats	--	--	--	-249%	71%	21%	21%	21%	21%	21%

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	--	--	--	n/a	1%	3%	6%	7%	9%	10%
ROCE	--	--	--	n/a	4%	4%	6%	7%	8%	10%
ROIC	--	--	--	n/a	5%	5%	7%	8%	10%	11%
Investeringar (ex IFRS 16)	--	--	--	21	28	39	41	43	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	1,3x	1,3x

## Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld	--	--	--	398	404	209	165	116	58	-8
Nettoskuld (ex IFRS 16)	--	--	--	213	147	-47	-91	-140	-198	-264
Soliditet	--	--	--	33%	34%	44%	44%	45%	46%	47%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	86%	85%	32%	25%	16%	8%	-1%
Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16)	--	--	--	46%	31%	-7%	-14%	-20%	-27%	-33%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	1,7x	1,8x	1,0x	0,7x	0,5x	0,2x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16)	--	--	--	0,9x	0,7x	-0,2x	-0,4x	-0,6x	-0,8x	-1,0x

## Nyckeltal per aktie

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	--	--	--	2,83	0,27	1,07	2,30	3,03	3,85	4,73
EPS, justerad	--	--	--	2,83	-0,29	0,79	2,30	3,03	3,85	4,73
FCF per aktie	--	--	--	5,15	4,37	3,35	4,32	4,91	5,65	6,45
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	40,1	41,6	43,5	46,1	49,2
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	--	--	--	--	--	51,3x	17,6x	13,3x	10,5x	8,6x
P/EK	--	--	--	--	--	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x
P/FCF	--	--	--	--	--	12,1x	9,4x	8,2x	7,2x	6,3x
Direktavkastning	--	--	--	--	--	2,0%	2,7%	3,2%	4,0%	4,4%
Utdelningsandel, justerad	--	--	--	--	--	101%	48%	43%	42%	38%
EV/Sales (ex IFRS 16)	--	--	--	--	--	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/Sales	--	--	--	--	--	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA (ex IFRS 16)	--	--	--	--	--	8,1x	5,9x	4,6x	3,6x	2,7x
EV/EBITDA	--	--	--	--	--	4,2x	3,6x	3,2x	2,8x	2,4x
EV/EBIT, justerat	--	--	--	--	--	22,8x	13,5x	10,2x	7,7x	5,9x
Aktiekurs, årets slut	--	--	--	--	--	40,5	40,5	40,5	40,5	40,5
EV, årets slut (ex IFRS 16)	--	--	--	--	--	607	563	514	456	390
EV, årets slut	--	--	--	--	--	863	819	770	712	647

## Kvartalsdata (mkr)

	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21
<b>Nettoomsättning</b>	--	--	--	--	444,0	298,5	426,8	--	461,9	334,4	428,4
Kostnad sålda varor	--	--	--	--	-285,7	-189,8	-269,7	--	-311,7	-208,4	-260,5
<b>Bruttovinst</b>	--	--	--	--	158,3	108,7	157,1	--	150,2	126,0	167,9
Försäljningskostnader	--	--	--	--	-122,0	-96,8	-93,7	--	-122,2	-112,6	-103,6
Administrationskostnader	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	--	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	--	--	--	--	-0,7	-0,6	-0,6	--	-0,2	-0,2	-0,2
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	--	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	--	--	--	--	35,6	11,3	62,8	--	27,8	13,2	64,1
Avskrivningar	--	--	--	--	-34,8	-34,0	-34,0	--	-30,2	-29,9	-29,7
Nedskrivningar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	--	0,0	0,0	0,0
<b>EBITA</b>	--	--	--	--	0,8	-22,7	28,8	--	-2,4	-16,7	34,4
Jämförelsestörande poster (statliga stöd och noteringskostnader)	--	--	--	--	-0,3	-13,1	-3,6	--	-2,9	-0,6	-2,2
<b>EBITA, justerad</b>	--	--	--	--	0,5	-35,8	25,2	--	-5,3	-17,3	32,2
Avskrivningar	--	--	--	--	-9,8	-10,0	-10,3	--	-10,3	-10,5	-10,7
Nedskrivningar	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	--	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	--	--	--	--	-9,0	-32,7	18,5	--	-12,7	-27,2	23,7
Jämförelsestörande poster	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	--	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	--	--	--	--	-9,0	-32,7	18,5	--	-12,7	-27,2	23,7
Finansiella intäkter	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	--	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	--	--	--	--	-7,9	-6,6	-7,0	--	-6,4	-5,2	-3,6
<b>Resultat före skatt</b>	--	--	--	--	-16,9	-39,3	11,5	--	-19,1	-32,4	20,1
Skatter	--	--	--	--	3,4	7,3	-2,6	--	3,8	6,6	-4,2
Minoritetsintressen	--	--	--	--	0,0	0,0	0,0	--	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	--	--	--	--	-13,5	-32,0	8,9	--	-15,3	-25,8	15,9
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	--	--	--	--	-13,5	-32,0	8,9	--	-15,3	-25,8	15,9
	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21
Omsättningsstillväxt	--	--	--	--	n/a	n/a	--	--	4%	12%	0%
EBIT-tillväxt	--	--	--	--	n/a	n/a	--	--	n/a	n/a	n/a
Bruttomarginal	--	--	--	--	36%	36%	--	--	33%	38%	39%
EBITDA-marginal	--	--	--	--	8%	4%	--	--	6%	4%	15%
EBITA-marginal	--	--	--	--	0%	-8%	--	--	-1%	-5%	8%
EBIT-marginal	--	--	--	--	-2%	-11%	--	--	-3%	-8%	6%
Skattesats	--	--	--	--	20%	19%	--	--	20%	20%	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 grundas 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 på <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](http://www.penser.se)