



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 15 Juli 2022

Bokusgruppen

Tillväxten i butik visar på robust affär

Positiv tillväxt trots svaghet i online

Försäljningen i Q2 växte med 2,1%, där tillväxten i butik växte med 16% och online tappade i linje med marknaden, enligt bolaget. Rapporterat EBITA i det säsongsmässigt svaga Q2 på +4,9 mkr var positivt påverkat av engångsposter på +26,3 mkr. Underliggande EBITA på -21,6 mkr var ca 4 mkr lägre än motsvarande period föregående år på grund av högre marknadsinsatser inom online och ökad personal i butik.

Rätt tid att satsa på ökad marknadsföring i online

Vi anser att det är rätt strategi att satsa på ökad marknadsföring i online. Marknaden för online har tappat sedan restriktionerna har släppts, och Bokusgruppen kan använda sin intjäning från fysiska butiker till att ta marknadsandelar inom online när konkurrenter inom online måste se över sin kostnadsmassa.

7% direktavkastning

Vi höjer våra prognoser för i år på grund av engångsintäkten. I övrigt lämnar vi våra prognoser oförändrade, liksom vårt motiverade värde på 72-73 kr per aktie. Att Bokusgruppen satt ned foten avseende utdelningen, med 3 kr per aktie, inger förtroende avseende strategin, och pekar på den låga värderingen av aktien. Sannolikt ökade marknadsandelar inom online bör öka intresset för aktien och leda till en omvärdering.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	72.0 - 73.0	
EPS, justerad 22e	3.9	2.6	48.3%	Omsättning, mkr	1,866	1,956	2,064	2,185	Aktiekurs	SEK42.0
EPS, justerad 23e	3.5	3.5	0.0%	Tillväxt	5%	5%	6%	6%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	3.7	3.7	0.0%	EBITDA, mkr	246	255	235	242		
				EBIT, mkr	81	91	82	86		
				EPS, justerad	3.1	3.9	3.5	3.7		
				EPS tillväxt	1,081%	25%	(11)%	6%		
				EK/aktie	42.2	43.1	43.5	44.0		
				Utdelning/aktie	3.0	3.1	3.2	3.3		
				EBIT-marginal	4.4%	4.6%	4.0%	3.9%		
				ROE (%)	8.7%	9.2%	8.1%	8.5%		
				ROCE	8.1%	8.8%	7.9%	8.2%		
				EV/Sales	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x		
				EV/EBITDA	3.0x	2.9x	3.2x	3.1x		
				EV/EBIT	9.2x	8.2x	9.1x	8.7x		
				P/E, justerad	13.4x	10.7x	12.0x	11.4x		
				P/EK	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x		
				Direktavkastning	7.6%	7.4%	7.6%	7.9%		
				FCF yield	17.0%	8.3%	4.4%	3.7%		
				Nettosk./EBITDA	0.4g	0.4g	0.6g	0.8g		

Kommande händelser	
Q3 2022	25 oktober

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	16m
Börsvärde	678
Nettoskuld	66
EV	744
Free float	23%
Daglig handelsvolym, snitt	21(k)
Reuters/Bloomberg	BOKUS.ST/BOKUS:SS

Kursutveckling 12 mån	

Analytiker	
orjan.roden@penser.se	



Sammanfattning

Tillväxten i butik visar på robust affär

Investment Case

Bokusgruppen har sedan noteringen sommaren 2021 kontinuerligt kommit med rapporter som har överträffat våra förväntningar. De senaste åren har varit slagiga för många industrier, inte minst vad gäller försäljning i butik, men här har Bokusgruppens struktur validerat deras strategi. Den underliggande efterfrågan på böcker/läsande växer stadigt, och när butiker får se minskad efterfrågan, som nu senast till följd av Covid-19, så har Bokusgruppen kanaler online som kan fånga upp kunderna. Detta har de visat på ett tydligt sätt det senaste året. Bokusgruppen kommer att öka investeringarna i tillväxt i form av systemplattform, konsumentlogistik och ökad marknadsföring, och den föreslagna utdelningen på 3 kr per aktie sätter ljuset på den låga värderingen av aktien, samt bolagets konfidens kring affärsmodellen.

Bolagsprofil

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. 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.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde för Bokusgruppens aktie om 72 - 73 kr per aktie, baserat på en kassaflödesvärdering.

DCF inklusive känslighetsanalys

Sum of PV of FCF (explicit period)	649
PV of terminal value (perpetuity formula)	555
Enterprise value	1 203
Latest net debt	64
Minority interests & other	-26
Equity value	1 165
No. of shares outstanding (millions)	16
Equity value per share (SEK)	72
Implicit multipl.	2022 2023 2024
EV/Sales	0,6 0,6 0,6
EV/EBITDA	5,3 5,1 5,0
EV/EBIT	18,7 14,7 14,0
EV/NOPLAT	23,5 18,5 17,6
P/E	
ROIC/WACC	
Current Share price	42,00

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	10,0%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	4,5%
Depreciation (% of sales)	2,3%
Capex (% of sales)	2,3%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis	
Long-term growth rate	
	2,0% 2,5% 3,0% 3,5% 4,0%
WACC	9,0% 75 80 85 91 98
	9,5% 70 74 78 83 89
	10,0% 65 69 72 76 81
	10,5% 61 64 67 71 75
	11,0% 58 60 63 66 69
Long-term EBIT margin	
	-0,5% 2,0% 4,5% 7,0% 9,5%
WACC	9,0% 19 52 85 118 150
	9,5% 20 49 78 107 136
	10,0% 20 46 72 98 125
	10,5% 19 43 67 91 115
	11,0% 19 41 63 84 106

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	--	--	--	1 793	1 775	1 866	1 956	2 064	2 185
Kostnad sålda varor	--	--	--	-1 073	-1 107	-1 149	-1 218	-1 282	-1 353
Bruttovinst	--	--	--	719	668	717	737	782	831
Försäljningskostnader	--	--	--	-483	-447	-471	-508	-547	-590
Administrationskostnader	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Övriga rörelseintäkter	--	--	--	0	0	0	26	0	0
Övriga rörelsekostnader	--	--	--	-2	0	0	0	0	0
EBITDA	--	--	--	235	222	246	255	235	242
Avskrivningar	--	--	--	-185	-178	-165	-165	-153	-156
Nedskrivningar	--	--	--	0	0	0	0	0	0
EBIT (justerad)	--	--	--	50	22	85	91	82	86
Jämförelsestörande poster	--	--	--	0	-21	-4	0	0	0
EBIT	--	--	--	50	43	81	91	82	86
Finansiella intäkter	--	--	--	2	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	--	--	--	-39	-28	-18	-11	-11	-11
Resultat före skatt	--	--	--	13	15	63	80	71	75
Skatter	--	--	--	33	-11	-12	-16	-15	-15
Minoritetsintressen	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	46	4	51	63	56	60
Nettoresultat (justerat)	--	--	--	46	4	51	63	56	60

Källa: Bolaget, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	--	--	--	410	410	410	410	410	410
Övriga immateriella tillgångar	--	--	--	426	406	399	386	376	369
Materiella anläggningstillgångar	--	--	--	244	299	283	327	390	459
Räntebärande anläggningstillgångar	--	--	--	19	3	2	2	2	2
Innehav i intresseföretag och andelar	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	--	--	--	1 099	1 119	1 094	1 125	1 178	1 241
Varulager	--	--	--	198	194	196	201	208	216
Kundfordringar	--	--	--	28	22	19	19	20	22
Övriga omsättningstillgångar	--	--	--	52	64	49	51	54	57
Likvida medel	--	--	--	3	2	133	130	98	61
Summa omsättningstillgångar	--	--	--	281	282	396	401	381	355
SUMMA TILLGÅNGAR	--	--	--	1 380	1 401	1 489	1 526	1 559	1 596
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	--	--	--	461	478	682	697	703	711
Minoritetsintressen	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	--	--	--	461	478	682	697	703	711
Långfristiga finansiella skulder	--	--	--	215	150	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	--	--	--	106	92	93	93	93	93
Övriga långfristiga skulder	--	--	--	185	256	243	243	243	243
Summa långfristiga skulder	--	--	--	506	498	336	336	336	336
Kortfristiga finansiella skulder	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	--	--	--	254	240	246	257	272	288
Skatteskulder	--	--	--	0	12	17	17	17	17
Övriga kortfristiga skulder	--	--	--	159	172	209	219	231	244
Summa kortfristiga skulder	--	--	--	413	425	472	493	520	549
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	--	--	--	1 380	1 401	1 489	1 526	1 559	1 596

Källa: Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat (rapporterat)	--	--	--	46	4	51	63	56	60
Icke kassaflödespåverkande poster	--	--	--	173	205	177	175	164	166
Förändringar i rörelsekapital	--	--	--	13	7	36	13	16	17
Kassaflöde från den operationella verksamheten	--	--	--	232	217	264	252	236	243
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	--	--	--	-5	-7	-11	-29	-31	-33
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	--	--	--	-16	-22	-36	-29	-31	-33
Amortering av leasingsskulder	--	--	--	-128	-118	-108	-137	-144	-153
Avyttringar	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	--	--	--	83	71	109	56	30	25
Utdelningar	--	--	--	0	-5	-12	-48	-50	-52
Nyemission / återköp	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Förvärv	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	--	--	--	-17	-109	-132	-11	-11	-11
Kassaflöde	--	--	--	66	-44	-35	-3	-31	-37
Omräkningsdifferenser i likvida medel	--	--	--	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	--	--	--	213	147	-133	-130	-98	-61
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	--	--	--	398	404	110	113	145	182

Källa: Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	--	--	--	n/a	-1%	5%	5%	6%	6%
EBIT-tillväxt	--	--	--	n/a	-13%	88%	11%	-10%	5%
EPS-tillväxt	--	--	--	n/a	-91%	1081%	25%	-11%	6%
Bruttomarginal	--	--	--	40,1%	37,7%	38,4%	37,7%	37,9%	38,1%
EBITDA-marginal (ex IFRS 16)	--	--	--	5,7%	4,5%	6,3%	6,8%	6,3%	6,3%
EBITDA-marginal	--	--	--	13,1%	12,5%	13,2%	13,0%	11,4%	11,1%
EBIT-marginal	--	--	--	2,8%	2,4%	4,4%	4,6%	4,0%	3,9%
Skattesats	--	--	--	-249%	71%	19%	21%	21%	21%

Källa: Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE	--	--	--	n/a	1%	9%	9%	8%	8%
ROCE	--	--	--	n/a	4%	8%	9%	8%	8%
ROIC	--	--	--	n/a	5%	10%	10%	9%	10%
Investeringar (ex IFRS 16)	--	--	--	21	28	46	59	62	66
Investeringar / omsättning	--	--	--	1%	2%	2%	3%	3%	3%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	--	--	--	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Varulager / omsättning	--	--	--	11%	11%	10%	10%	10%	10%
Kundfordringar / omsättning	--	--	--	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Leverantörsskulder / omsättning	--	--	--	14%	14%	13%	13%	13%	13%
Rörelsekapital / omsättning	--	--	--	-8%	-7%	-10%	-10%	-11%	-11%
Kapitalomsättningshastighet	--	--	--	n/a	1,3x	1,3x	1,3x	1,3x	1,4x

Källa: Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	--	--	--	398	404	110	113	145	182
Nettoskuld (ex IFRS 16)	--	--	--	213	147	-133	-130	-98	-61
Soliditet	--	--	--	33%	34%	46%	46%	45%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	--	--	--	86%	85%	16%	16%	21%	26%
Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16)	--	--	--	46%	31%	-19%	-19%	-14%	-9%
Nettoskuld / EBITDA	--	--	--	1,7x	1,8x	0,4x	0,4x	0,6x	0,8x
Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16)	--	--	--	0,9x	0,7x	-0,5x	-0,5x	-0,4x	-0,3x

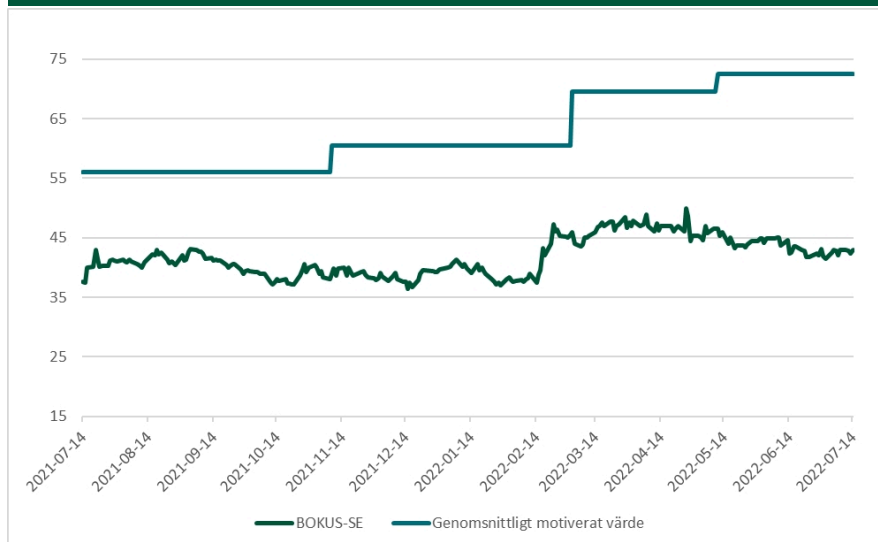
Källa: Bolaget, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	--	--	--	2,83	0,27	3,13	3,92	3,49	3,70
EPS, justerad	--	--	--	2,83	-0,29	2,72	3,92	3,49	3,70
FCF per aktie	--	--	--	5,15	4,37	6,77	3,49	1,83	1,54
Utdelning per aktie	--	--	--	0,00	0,75	3,00	3,10	3,20	3,30
Eget kapital per aktie	--	--	--	28,5	29,6	42,2	43,1	43,5	44,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	--	--	--	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2

Källa: Bolaget, EPB

Genomsnittligt motiverat värde och aktiekurs



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