



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Media | Sverige | 26 oktober 2022

Bokusgruppen

Satsningar på Online ger styrka på sikt

Q3 svagare y/y på grund av satsningar på Online

Bokusgruppen rapporterade en EBITA på 14,9 mkr, lägre än Q3'21 (34,4 mkr). Försäljningen var relativt oförändrad, -1,7% y/y, där Akademibokhandeln Online visade bäst utveckling med 16,7% tillväxt. Bokus online minskade med 7,2%, främst beroende på lägre försäljning av studentlitteratur. Akademibokhandeln butik ökade med 1,2% i y/y. Bolaget har lyckats föra över inflationsrelaterade kostnader till kund; bruttomarginalen var något bättre än föregående år. Försvagningen av resultatet var direkt hänförlig till satsningar på Onlineverksamheten.

Satsningar på Online kostar i närtid men bör ge resultat på sikt

Bolaget väljer att satsa de senaste årens starka resultat på Online. Kortsiktigt sänker detta våra resultatprognoser, som dessutom tyngs av ökande rörelsekostnader i form av högre hyror och andra inflationspåverkade kostnader som el. Satsningarna bör dock leda till en starkare marknadsposition på sikt, och ett bra bevis på att satsningar bär frukt är Akademibokhandeln online, som har ökat sin försäljning med CAGR 35% Q3'19-Q3'22.

Bred täckning, bra prisledarskap och prisvärda upplevelser till attraktiv värdering

Återigen har Bokusgruppen visat på styrkan i att vara närvarande i alla kanaler och med alla format, när Online viker till förmån för butik. Bolaget har till fullo lyckats föra över produktprisökningar, vilket tyder på starka varumärken med gott prisledarskap. Efterfrågan bör vara stabil och klara ett minskat konsumtionsutrymme som konsumenten möter för närvarande. En attraktiv kassflödesvärdering stöds av hög direktavkastning som betalas ut halvårsvis. På grund av analysavdelningens nya avkastningskrav sänker vi dock vårt motiverade värde till 55-57 kr (72-73 kr).

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	
Totala intäkter	1 888	-3,5	1 998	-3,2	Totala intäkter	1 866	1 888	1 998	2 110	Motiverat värde
EBIT, just.	81	-10,5	64	-21,6	Intäktstillväxt	5%	1%	6%	6%	55,0- 57,0 kr
EPS, just.	3,5	-10,8	2,6	-24,6	EBITDA, just.	246	246	222	238	Aktiekurs
					EBIT, just.	81	81	64	87	38,4 kr
					EPS, just.	3,1	3,5	2,6	3,7	Riskenivå
					EPS-tillväxt	1081%	11%	N.m.	42%	Låg
					EK/aktie	42,2x	42,7x	42,2x	42,8x	
					Utdelning per aktie	3,0	3,1	3,2	3,3	
					EBIT-marginal	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%	
					ROE, just.	8,7%	8,2%	6,2%	8,8%	
					ROCE, just.	2,2%	2,2%	1,7%	2,3%	
					EV/Sales	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	
					EV/EBITDA	3,1x	3,2x	3,6x	3,5x	
					EV/EBIT	9,3x	9,5x	12,6x	9,7x	
					P/E, just.	12,7x	11,6x	15,4x	10,8x	
					P/EK	0,9x	0,9x	1,0x	0,9x	
					Direktavkastning	7,6%	7,7%	7,9%	8,1%	
					FCF yield	34%	28%	25%	27%	
					Nettoskuld/EBITDA	0,4x	0,5x	0,7x	0,8x	

Kommande händelser

Q4 - rapport	16 februari 2023
Q1 - rapport	27 april 2023

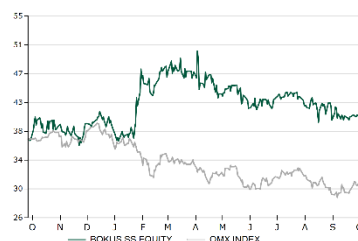
Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	16
Börsvärde	654
Nettoskuld	121
EV	775
Free float	23%
Daglig handelsvolym, snitt	4(k)

Analytiker

Orjan Roden
orjan.rodén@penser.se

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Bokusgruppen har sedan noteringen sommaren 2021 kontinuerligt kommit med starka rapporter. De senaste åren har varit slagiga för litteraturmarknaden, inte minst vad gäller försäljning i butik, men här har Bokusgruppens närvaro i alla kanaler och i alla format visat på en stark motståndskraft mot marknadsvolatilitet. Den underliggande efterfrågan på böcker/läsande växer stadigt, och när butiker får se minskad efterfrågan, som nu till följd av Covid-19, så har Bokusgruppen kanaler online som kan fånga upp kunderna, på samma sätt som butikerna fångar upp kunderna när restriktionerna har släppts. Bokusgruppen kommer att öka investeringarna i tillväxt i form av systemplattform, konsumentlogistik och ökad marknadsföring, vilket bör leda till en allt starkare marknadsposition och därmed fortsatt prisledarskap.

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 55 - 57 kr per aktie, baserat på en kassaflödesvärdering.

Q3'22 i sammandrag

Bokusgruppen rapporterade en EBITA på 14,9 mkr, lägre än Q3'21 (34,4 mkr). Försäljningen var relativt oförändrad, -1,7% y/y, där Akademibokhandeln Online visade bäst utveckling med 16,7% tillväxt. Bokus online minskade med 7,2%, främst beroende på lägre försäljning av studentlitteratur. Akademibokhandeln butik ökade med 1,2% i y/y. Bolaget har lyckats föra över inflationsrelaterade kostnader till kund; bruttomarginalen var något bättre än föregående år. Försvagningen av resultatet var därför direkt hänförlig till satsningar på Onlineverksamheten. Det är positivt att bolaget flaggar för att man har kontroll över kostnadsutvecklingen kring satsningarna; om vi går mot sämre tider kommer ledningen att vara mer återhållsam med kostnader, vilket minskar risken för negativa överraskningar.

Estimatförändringar

Vi justerar våra estimat för den svaga utvecklingen inom Bokus online, vilket påverkar försäljningsprognosen. Vi har även höjt våra kostnadsestimat för Onlinesatsningen och en allmän kostandsinflation inom framför allt butiksledet. Vi har därmed skjutit på den förväntade tidpunkten för när bolaget uppnår målsättningen på EBITA-marginalen, 6%, till 2024.

Estimatförändringar

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Tillväxt	1%	6%	6%
Bruttomarginal	39,0%	39,1%	39,3%
EBIT-marginal	4,3%	3,2%	4,1%
EPS (adj)	3,48	2,63	3,75
DPS	3,10	3,20	3,30

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Tillväxt	5%	6%	6%
Bruttomarginal	37,7%	37,9%	38,1%
EBIT-marginal	4,6%	4,0%	3,9%
EPS (adj)	3,9	3,5	3,7
DPS	3,10	3,20	3,30

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-3%	-3%	-3%
EBIT (adj)	-10%	-22%	1%
EPS (adj)	-11%	-25%	1%
DPS	0%	0%	0%

Källa: EPB

DCF Inklusive känslighetsanalys

Sum of PV of FCF (explicit period)	600
PV of terminal value (perpetuity formula)	341
Enterprise value	941
Latest net debt	42
Minority interests & other	0
Equity value	899
No. of shares outstanding (millions)	16
Equity value per share (SEK)	56

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/ Sales	0,5	0,5	0,4
EV/ EBITDA	3,8	4,2	4,0
EV/ EBIT	11,5	14,6	10,8
EV/ NOPLAT	14,5	18,4	13,6
P/E			
ROIC/ WACC			
Current Share price		42,00	

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/ (debt + equity)	0%
WACC	12,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	4,5%
Depredation (% 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	11,0%	58	60	63	66	69
	11,5%	55	57	59	62	64
	12,0%	52	54	56	58	60
	12,5%	49	51	53	55	57
	13,0%	47	48	50	52	54
		Long-term EBIT margin				
		-0,5%	2,0%	4,5%	7,0%	9,5%
WACC	11,0%	20	41	63	84	105
	11,5%	20	39	59	78	98
	12,0%	20	38	56	74	91
	12,5%	20	36	53	69	86
	13,0%	19	35	50	65	80

Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1 793	1 775	1 866	1 888	1 998	2 110
Totala intäkter	1 793	1 775	1 866	1 888	1 998	2 110
Kostnad sålda varor	-1 073	-1 107	-1 149	-1 152	-1 216	-1 281
Bruttovinst	719	668	717	736	781	829
Övriga rörelsekostnader	-173	-175	-191	-210	-230	-243
EBITDA, justerad	235	222	246	246	222	238
Avskrivningar	-146	-137	-122	-122	-117	-111
EBIT, justerad	50	43	81	81	64	87
EBIT	50	43	81	81	64	87
Finansiella poster	-37	-28	-18	-11	-11	-11
Resultat före skatt	13	15	63	71	54	76
Skatter	33	-11	-12	-15	-11	-16
Nettoresultat, justerad	46	4	51	56	43	61
Nettoresultat	46	4	51	56	43	61

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	50	43	81	81	64	87
Förändringar i rörelsekapital	13	7	36	6	16	16
Kassaflöde från den operationella verksamheten	232	217	264	238	227	238
Investeringar	-5	-7	-11	-28	-30	-32
Fritt kassaflöde	211	188	217	181	167	175
Utdelningar	0	-5	-12	-48	-50	-52
Förändringar av lån	-91	-125	-155	0	0	0
Kassaflöde	66	-44	-35	-10	-34	-35
Nettoskuld	398	404	110	121	155	190

Källa: EPB

Balansräkning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	410	410	410	410	410	410
Övriga immateriella tillgångar	426	406	399	385	374	366
Materiella anläggningstillgångar	30	25	26	43	55	64
Finansiella anläggningstillgångar	19	3	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	1 099	1 119	1 094	1 118	1 160	1 220
Varulager	198	194	196	194	201	208
Kundfordringar	28	22	19	19	20	21
Övriga omsättningstillgångar	52	64	49	49	52	55
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	2	133	122	88	53
Summa omsättningstillgångar	281	282	396	384	361	338
SUMMA TILLGÅNGAR	1 380	1 401	1 489	1 502	1 521	1 558
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	461	478	682	689	682	691
Summa eget kapital	461	478	682	689	682	691
Långfristiga räntebärande skulder	215	150	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	506	498	336	336	336	336
Leverantörsskulder	254	240	246	248	263	278
Övriga kortfristiga skulder	159	172	209	211	223	236
Summa kortfristiga skulder	413	425	472	477	504	531
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 380	1 401	1 489	1 502	1 521	1 558

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäkstillväxt	-	N.m.	5%	1%	6%	6%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	11%	N.m.	N.m.	7%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	88%	0%	N.m.	35%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	1081%	11%	N.m.	42%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	39,0%	39,1%	39,3%
EBITDA-marginal	13,1%	12,5%	13,2%	13,0%	11,1%	11,3%
EBITDA-marginal, justerad	13,1%	12,5%	13,2%	13,0%	11,1%	11,3%
EBIT-marginal	2,8%	2,4%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	4,3%	3,2%	4,1%
Vinst-marginal, justerad	2,6%	1,4%	2,7%	3,0%	2,1%	2,9%

Källa: EPB

Avkastning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	1%	9%	8%	6%	9%
ROCE, justerad	-	1%	2%	2%	2%	2%
ROIC, justerad	-	5%	10%	10%	8%	10%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	11%	11%	10%	10%	10%	10%
Kundfordringar / totala intäkter	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Leverantörsskulder / KSV	24%	22%	21%	22%	22%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	85%	95%	100%	97%	90%	90%
Rörelsekapital / totala intäkter	-8%	-8%	-11%	-11%	-12%	-12%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,0x	2,0x	2,0x	2,2x	2,3x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	398	404	110	121	155	190
Soliditet	33%	34%	46%	46%	45%	44%
Nettoskuldsättningsgrad	0,9x	0,8x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	1,8x	0,4x	0,5x	0,7x	0,8x

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	2,83	0,27	3,13	3,48	2,63	3,75
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	3,48	2,63	3,75
FCF per aktie	13,1	11,7	13,5	11,2	10,3	10,8
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	42,7	42,2	42,8
Antal aktier vid årets slut, m	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2

Källa: EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-	-	12,7x	11,6x	15,4x	10,8x
P/EK	-	-	0,9x	0,9x	1,0x	0,9x
P/FCF	-	-	3,0x	3,6x	3,9x	3,7x
FCF-yield	-	-	34%	28%	25%	27%
Direktavkastning	-	-	7,6%	7,7%	7,9%	8,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	282,7%	95,8%	89,1%	121,5%	88,0%
EV/Sales	-	-	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	-	-	3,1x	3,2x	3,6x	3,5x
EV/EBIT, justerad	-	-	9,3x	9,5x	12,6x	9,7x
EV	-	-	752	775	809	844
Aktiekurs	-	-	39,7	40,5	40,5	40,5

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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