



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Media | Sverige | 17 februari 2023

Bokusgruppen

Utmanade kvartal men ökad marknadsandel och högre bruttomarginal

Utmanande kvartal på grund av externa och interna faktorer

Bokusgruppen rapporterade ett relativt svagt resultat för Q4'22, normalt sett en säsongsmässigt stark period. EBIT på 64 mkr var klart lägre än motsvarande period föregående år (97 mkr). Även om kvartalet innehöll engångskostnader på 8 mkr, är resultatet under våra förväntningar. En kombination av svag konsumentkonjunktur och interna problem med byte av logistikpartner gjorde att den viktiga julhandeln inte levererade som planerat. Dessutom har bolaget satsat på offensiva åtgärder i form av ökad marknadsföring och byte av IT-plattform, vilket har ökat kostnadsbördan.

Ökad marknadsandel i online och högre bruttomarginal

Onlinekanalerna (Akademibokhandeln & Bokus Online) minskade försäljningen med 5,7% vilket är bättre än e-handeln i stort som minskade med 9%, vilket indikerar en ökad marknadsandel. Försäljningsminskningen beror på en kombination av återgång till butik och problem med logistikbyte. Digitala böcker ökade med 12,3% drivet av marknadsföringsinsatser. Trots utmaningar med inflation lyckades Bokusgruppen öka bruttomarginalen för året 2022 till rekordhöga 40,5% (38,4%).

Kostnadsbesparingar annonserade men 2023e kommer bli ett utmanande år

Bolaget lanserar ett kostnadsbesparingsprogram vilket orsaker extrakostnader på 8 mkr i Q4'22. Trots detta kommer 2023e bli ett utmanande år. En svag konsumentkonjunktur, hyreshöjningar på i många fall 10-11% och övriga kostnadsökningar är en ogynnsam mix. Vi sänker våra estimat väsentligt, vilket även påverkar vår utdelningsprognos. Vi justerar även ner vårt motiverade värde till 51-53 kr (55-57kr). Under 2023e kommer dock aktien ge en direktavkastning på 8%.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	-9,5%	-8,8%	-	Totala intäkter	1 822	1 807	1 923	2 068	Motiverat värde
EBIT, just.	-75,4%	-35,9%	-	Tillväxt	-2%	-1%	6%	8%	51 - 53 kr
EPS, just.	-89,1%	-40,0%	-	EBITDA, just.	193	181	202	207	Aktiekurs
				EBIT, just.	26	16	56	76	Riskenivå
				EPS, just.	0,2	0,3	2,2	3,2	Låg
				EPS-tillväxt, just.	-92%	22%	>100%	44%	
				EK/aktie	41,0	38,3	39,1	40,3	
				Utdelning per aktie	3,0	1,5	2,0	3,0	
				EBIT-marginal	2,8%	0,9%	2,9%	3,7%	
				ROE, just.	0,6%	0,7%	5,8%	8,2%	
				ROCE, just.	2,8%	1,8%	6,4%	8,6%	
				EV/Sales	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	
				EV/EBITDA	4,1x	2,9x	2,6x	2,6x	
				EV/EBIT	30,5x	33,6x	9,5x	7,0x	
				P/E, just.	159,8x	129,3x	16,5x	11,5x	
				P/EK	0,9x	1,0x	0,9x	0,9x	
				Direktavkastning	8,0%	4,0%	5,4%	8,1%	
				FCF yield	16%	23%	27%	27%	
				Nettoskuld/EBITDA	0,8x	0,9x	0,6x	0,4x	

Kommande händelser

Q1 - rapport	27 april 2023
Q2 - rapport	14 juli 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	16m
Börsvärde	599
Nettoskuld	(68)
EV	531
Free float	23%
Daglig handelsvolym, snitt	4k
Bloomberg Ticker	BOKUS SS EQUITY

Analytiker

Örjan Rödén	
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 senast 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

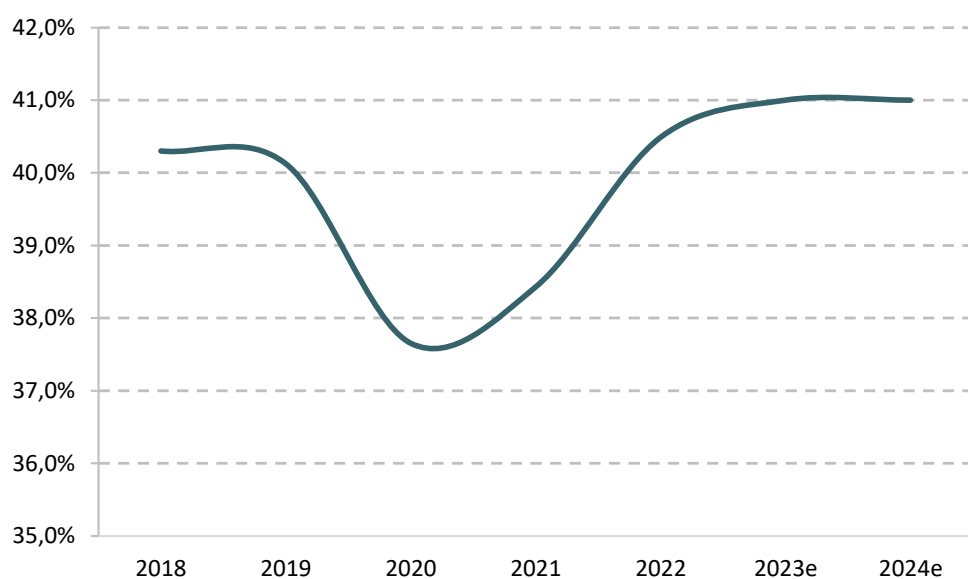
Vi ser ett motiverat värde för Bokusgruppens aktie om 51 - 53 kr per aktie, baserat på en kassaflödesvärdering.

Kvartalet i detalj

Bokusgruppen rapporterade ett relativt svagt resultat för Q4'22, normalt sett en säsongsmässig stark period. EBIT på 64 mkr var klart lägre än motsvarande period föregående år (97 mkr). Även om kvartalet innehöll engångskostnader på 8 mkr, är resultatet under våra förväntningar. En kombination av svag konsumentkonjunktur och interna problem med byte av logistikpartner gjorde att den viktiga julhandeln inte levererade som planerat. Dessutom har bolaget satsat på offensiva åtgärder i form av ökad marknadsföring och byte av IT-plattform, vilket har ökat kostnadsbördan.

Onlinekanalerna (Akademibokhandeln & Bokus Online) minskade försäljningen med 5,7% vilket är bättre än e-handeln i stort som minskade med 9%, vilket indikerar en ökad marknadsandel. Försäljningsminskningen beror på en kombination av återgång till butik och problem med logistikbyte. Digitala böcker ökade med 12,3% drivet av marknadsföringsinsatser. Trots utmaningar med inflation lyckades Bokusgruppen öka bruttomarginalen för helåret 2022 till rekordhöga 40,5% (38,4%).

Bruttomarginal



Källa: Bokusgruppen, EPB

DCF inklusive känslighetsanalys

Sum of PV of FCF (explicit period)	423
PV of terminal value (perpetuity formula)	334
Enterprise value	757
Latest net debt	-68
Minority interests & other	0
Equity value	825
No. of shares outstanding (millions)	16
Equity value per share (SEK)	51

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,5	4,2	3,7
EV/EBIT	14,6	47,9	13,6
EV/NOPLAT	18,4	60,3	17,1
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			37,10

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%
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	11,0%	53	55	58	61	64
	11,5%	50	52	54	57	60
	12,0%	47	49	51	53	56
	12,5%	45	47	48	50	52
	13,0%	43	44	46	47	49
		Long-term EBIT margin				
		-0,5%	2,0%	4,5%	7,0%	9,5%
WACC	11,0%	16	37	58	79	99
	11,5%	16	35	54	73	92
	12,0%	16	34	51	69	86
	12,5%	16	32	48	64	81
	13,0%	16	31	46	61	76

Källa: Bokusgruppen, EPB, IDC

Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 793	1 775	1 866	1 822	1 807	1 923	2 068
Totala intäkter	1 793	1 775	1 866	1 822	1 807	1 923	2 068
Kostnad sålda varor	-1 073	-1 107	-1 149	-1 084	-1 066	-1 135	-1 230
Bruttoresultat	719	668	717	738	741	789	837
Övriga rörelsekostnader	-485	-447	-471	-545	-560	-587	-631
EBITDA	235	222	246	219	181	202	207
Jämförelsestörande poster	0	0	0	26	0	0	0
EBITDA, justerad	235	222	246	193	181	202	207
Avskrivningar	-146	-137	-122	-125	-122	-104	-89
EBITA, justerad	89	84	124	68	58	98	117
Amortering	-39	-41	-43	-43	-43	-42	-42
EBIT	50	43	81	52	16	56	76
EBIT, justerad	50	43	81	26	16	56	76
Finansnetto	-37	-28	-18	-13	-10	-10	-10
Resultat före skatt	13	15	63	39	6	46	66
Resultat före skatt, justerad	13	15	63	13	6	46	66
Total skatt	33	-11	-12	-9	-1	-9	-14
Nettoresultat	46	4	51	30	5	36	52
Nettoresultat, justerad	46	4	51	4	5	36	52
Intäktstillväxt	-	-1%	5%	-2%	-1%	6%	8%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	41,0%	41,0%	40,5%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,4%	0,9%	2,9%	3,7%
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,24	0,29	2,25	3,24
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-92%	22%	>100%	44%

Källa: Bokusgruppen, EPB

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	50	43	81	52	16	56	76
Övriga kassaflödesposter	169	166	146	133	164	137	117
Förändringar i rörelsekapital	13	7	36	-34	3	14	18
Kassaflöde från den operationella verksamheten	232	217	264	150	182	207	211
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-7	-11	-9	-9	-9	-10
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-22	-36	-42	-36	-38	-41
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-21	-28	-46	-51	-45	-48	-51
Fritt kassaflöde	211	188	217	99	138	159	160
Förändring av skulder	-91	-125	-155	0	0	0	0
Utdelningar	0	-5	-12	-49	-48	-24	-32
Övriga poster	-54	-102	-86	-114	-82	-87	-93
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-146	-232	-252	-162	-131	-111	-125
Kassaflöde	66	-44	-35	-63	7	48	35
Nettoskuld	398	404	110	176	169	120	86

Källa: Bokusgruppen, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	410	410	410	410	410	410	410
Övriga immateriella tillgångar	426	406	399	399	392	388	388
Materiella anläggningstillgångar	30	25	26	24	22	22	23
Finansiella anläggningstillgångar	19	3	2	2	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	213	274	257	259	219	200	203
Summa anläggningstillgångar	1 099	1 119	1 094	1 093	1 045	1 023	1 026
Varulager	198	194	196	205	199	208	219
Kundfordringar	28	22	19	23	23	25	26
Övriga omsättningstillgångar	52	64	49	63	62	66	71
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	2	133	69	76	125	159
Summa omsättningstillgångar	281	282	396	360	361	423	476
SUMMA TILLGÅNGAR	1 380	1 401	1 489	1 454	1 406	1 447	1 502
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	461	478	682	663	619	631	651
Summa eget kapital	461	478	682	663	619	631	651
Långfristiga räntebärande skulder	215	150	0	0	0	0	0
Långfristiga leasingsskulder	185	256	243	151	151	151	151
Övriga långfristiga skulder	106	92	93	93	93	93	93
Summa långfristiga skulder	506	498	336	244	244	244	244
Leverantörsskulder	254	240	246	239	237	252	271
Kortfristiga leasingsskulder	0	0	0	94	94	94	94
Övriga kortfristiga skulder	159	184	226	214	212	226	242
Summa kortfristiga skulder	413	425	472	547	543	572	607
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 380	1 401	1 489	1 453	1 406	1 447	1 502

Källa: Bokusgruppen, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-1%	5%	-2%	-1%	6%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-6%	11%	-22%	-6%	12%	2%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-13%	88%	-68%	-38%	>100%	36%
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-92%	22%	>100%	44%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	41,0%	41,0%	40,5%
EBITDA-marginal	13,1%	12,5%	13,2%	12,0%	10,0%	10,5%	10,0%
EBITDA-marginal, justerad	13,1%	12,5%	13,2%	10,6%	10,0%	10,5%	10,0%
EBIT-marginal	2,8%	2,4%	4,4%	2,8%	0,9%	2,9%	3,7%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,4%	0,9%	2,9%	3,7%
Vinst-marginal, justerad	2,6%	0,2%	2,7%	0,2%	0,3%	1,9%	2,5%

Källa: Bokusgruppen, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	1%	9%	1%	1%	6%	8%
ROCE, justerad	Neg.	5%	9%	3%	2%	6%	9%
ROIC, justerad	Neg.	5%	10%	3%	2%	7%	10%

Källa: Bokusgruppen, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	11%	11%	10%	11%	11%	11%	11%
Kundfordringar / totala intäkter	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Leverantörsskulder / KSV	24%	22%	21%	22%	22%	22%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	27%	29%	34%	33%	33%	33%
Rörelsekapital / totala intäkter	-8%	-8%	-11%	-9%	-9%	-9%	-10%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	2,0x	2,0x	2,0x	2,1x	2,2x	2,3x

Källa: Bokusgruppen, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	398	404	110	176	169	120	86
Soliditet	33%	34%	46%	46%	44%	44%	43%
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	1,8x	0,4x	0,8x	0,9x	0,6x	0,4x

Källa: Bokusgruppen, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,83	0,27	3,13	1,85	0,29	2,25	3,24
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,24	0,29	2,25	3,24
FCF per aktie	13,1	11,7	13,5	6,12	8,52	9,87	9,88
Utdelning per aktie	0,00	0,75	3,00	3,00	1,50	2,00	3,00
Eget kapital per aktie	28,5	29,6	42,2	41,0	38,3	39,1	40,3
Antal aktier vid årets slut, m	16,2	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	16,2

Källa: Bokusgruppen, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	12,7x	159,8x	129,3x	16,5x	11,5x
P/EK	Neg.	Neg.	0,9x	0,9x	1,0x	0,9x	0,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	3,0x	6,1x	4,4x	3,8x	3,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	34%	16%	23%	27%	27%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	7,6%	8,0%	4,0%	5,4%	8,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	>100%	95,8%	>100%	>100%	88,9%	92,7%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	3,1x	4,1x	2,9x	2,6x	2,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	9,3x	30,5x	33,6x	9,5x	7,0x
EV	Neg.	Neg.	752	783	531	531	531
Aktiekurs	-	-	39,7	37,6	37,1	37,1	37,1

Källa: Bokusgruppen, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Bokusgruppen (BOKUS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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 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 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