



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Media | Sverige | 27 april 2023

## Bokusgruppen

### Stark bruttomarginal skapar positiv EBITA i Q1

#### Bra tillväxt i en utmanande miljö

Bokusgruppen rapporterade ett starkt resultat givet de utmaningar som möter konsumentnära verksamheter. Försäljningen växte drygt 1% y/y med stark tillväxt i Akademibokhandeln, både i butik och online. Butik, som är den huvudsakliga verksamheten, växte 9%, med 7% tillväxt i den betydligt mindre onlineverksamheten. Bokus online utvecklades svagare, -8%, där framför allt studentlitteratur verkar ha det tufft i en miljö av prishöjningar och allmänt svag konsumentefterfrågan. Kundbeteendet präglas, enligt bolaget av den miljö vi befinner oss i, med ett skifte mot billigare produkter och färre artiklar per köp.

#### Genomförda prishöjningar höjer bruttomarginalen

Bolaget har genomfört selektiva prishöjningar för att parera kostnadsinflationen av varor och övriga kostnader, vilket har höjt bruttomarginalen med 200 BP. Detta leder till ett positivt EBITA -resultat i det säsongsmässigt svaga Q1. Vi anser att det är ett styrketecken och belyser bolagets starka varumärke i framför allt Akademibokhandeln då prishöjningarna har accepterats av kunderna. Den högre bruttomarginalen medför högre estimat från vår sida då vi bedömer den som uthållig. Förändringen blir stor för innevarande år i %, men är mer beskedlig i absoluta termer.

#### Attraktiv värderad aktie till relativt låg risk i en sektor med stora utmaningar

Vi anser att Bokusgruppens aktie är lågt värderad relativt vår DCF-värdering med låg operationell risk. Vi justerar vårt motiverade värde till 46-48 kr på grund av en högre finansiell nettoskuld, vilket påverkar vårt DCF-värde. Bolaget drabbas just nu av en mängd externa faktorer som höga hyreshöjningar, en svag konsumentkonjunktur och högre priser på inköpt material. Samtidigt är kostnadsnivån momentant hög på grund av investeringar i IT och logistik. Därmed är resultatet i Q1 ett styrketecken. Vi bedömer att vinstcykeln kommer att vända till det positiva när dessa faktorer ebbar ut, vilket bör leda till en omvärdering av aktien.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	1 822	1 807	1 923	2 068	Motiverat värde
EBIT, just.	60,9%	10,2%	14,3%	Tillväxt	-2%	-1%	6%	8%	46 - 48 kr
EPS, just.	>100%	4,5%	10,9%	EBITDA, just.	193	208	202	217	Aktiekurs
				EBIT, just.	26	25	61	87	36,5 kr
				EPS, just.	0,2	0,6	2,3	3,6	Riskenivå
				EPS-tillväxt, just.	-92%	>100%	>100%	53%	Låg
				EK/aktie	41,0	38,6	39,5	41,1	
				Utdelning per aktie	3,0	1,5	2,0	3,0	
				EBIT-marginal	2,8%	1,4%	3,2%	4,2%	
				ROE, just.	0,6%	1,5%	6,0%	8,9%	
				ROCE, just.	2,8%	2,9%	7,0%	9,7%	
				EV/Sales	0,4x	0,5x	0,5x	0,4x	
				EV/EBITDA	4,1x	4,4x	4,5x	4,2x	
				EV/EBIT	30,5x	35,6x	14,7x	10,5x	
				P/E, just.	159,8x	62,7x	15,5x	10,2x	
				P/EK	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	
				Direktavkastning	8,0%	4,1%	5,5%	8,2%	
				FCF yield	16%	25%	23%	26%	
				Nettoskuld/EBITDA	0,8x	0,7x	0,6x	0,4x	

#### Kommande händelser

Q2 - rapport	14 juli 2023
Q3 - rapport	27 oktober 2023

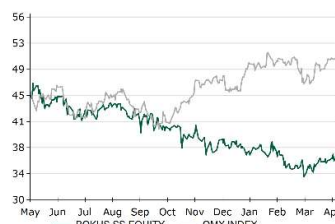
#### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	16m
Börsvärde	590
Nettoskuld	316
EV	906
Free float	23%
Daglig handelsvolym, snitt	3k
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

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

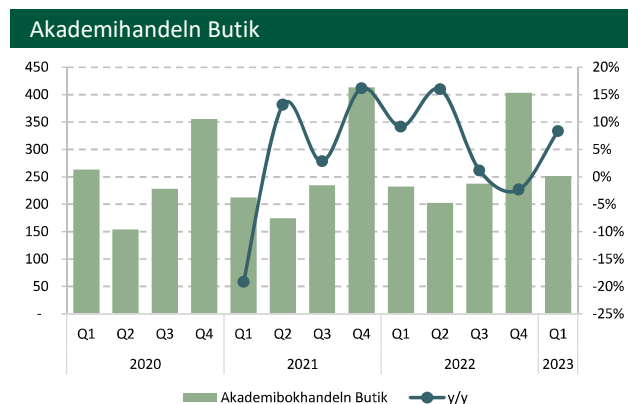
Bokusgruppen är Sveriges ledande aktör inom distribution av böcker, med ett heltäckande erbjudande genom såväl butiker som e-handel och ljudböcker. Bokbranschen genomgår ett andra digitalt strukturskifte genom den streamade ljudbokens ökande popularitet, men vi tror att Bokusgruppen har goda förutsättningar 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

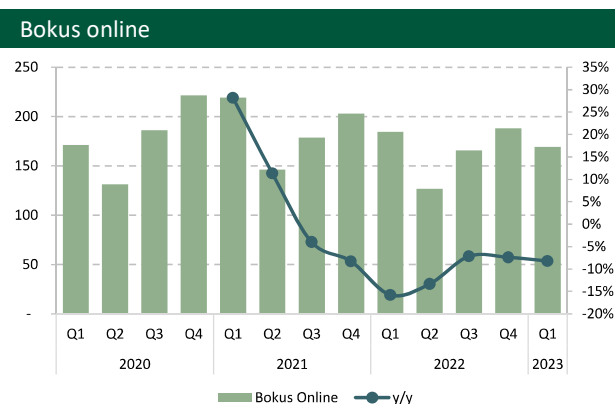
Vi ser ett motiverat värde för Bokusgruppens aktie om 46 - 48 kr per aktie, baserat på en kassaflödesvärdering.

## Kvartalet i korthet

Bokusgruppen rapporterade ett starkt resultat givet de utmaningar som möter konsumentnära verksamheter. Försäljningen växte drygt 1% y/y med stark tillväxt i Akademibokhandeln, både i butik och online. Butik, som är den huvudsakliga verksamheten, växte 9%, med 7% tillväxt i den betydligt mindre onlineverksamheten. Bokus online utvecklades svagare, -8%, där framför allt studentlitteratur verkar ha det tufft i en miljö av prishöjningar och allmänt svag konsumentefterfrågan. Kundbeteendet präglas, enligt bolaget av den miljö vi befinner oss i, med ett skifte mot billigare produkter och färre artiklar per köp.

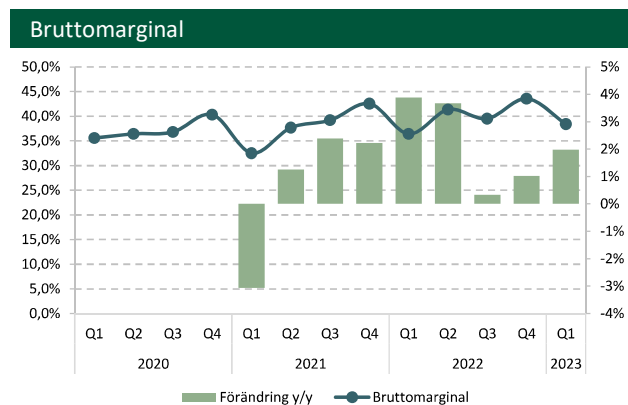


Källa: Bolaget, EPB

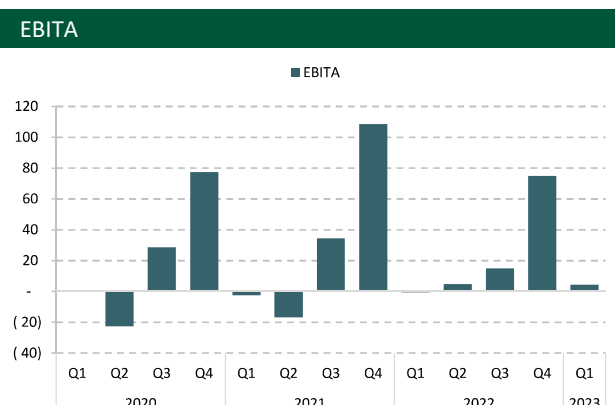


Källa: Bolaget, EPB

Bolaget har genomfört selektiva prishöjningar för att parera kostnadsinflationen av varor och övriga kostnader, vilket har höjt bruttomarginalen med 200 BP. Detta leder till ett positivt EBITA -resultat i det säsongsmässigt svaga Q1. Vi anser att det är ett styrketecken och belyser bolagets starka varumärke i framför allt Akademibokhandeln då prishöjningarna har accepterats av kunderna.



Källa: Bolaget, EPB



Källa: Bolaget, EPB

Den högre bruttomarginalen medför högre estimat från vår sida då vi bedömer den som uthållig. Förändringen blir stor för innevarande år i %, men är mer beskedlig i absoluta termer, +9 mkr.

Estimatförändringar			
	23e	24e	25e
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT, just.	60,9%	10,2%	14,3%
EPS, just.	>100%	4,5%	10,9%

Källa: EPB

## Värdering

Vi värderar Bokusgruppen med en DCF-modell. Vi justerar vårt motiverade värde till 46-48 kr på grund av en högre finansiell nettoskuld, vilket påverkar vårt DCF-värde (47 kr/aktie).

### DCF, antaganden

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	452	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	360	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	4,5%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>812</b>	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,3%
Nettoskuld, senast rapporterad	49	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,3%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>12,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	-10%
<b>Eget kapital</b>	<b>861</b>			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	16				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>47</b>				

Källa: EPB

### DCF, känslighet

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	0,0%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%		2,5%	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%
11,0%	49	51	54	57	60	11,0%	37	45	54	62	71
11,5%	46	48	50	53	55	11,5%	35	42	50	58	66
WACC 12,0%	43	45	47	49	52	WACC 12,0%	33	40	47	54	61
12,5%	41	42	44	46	48	12,5%	31	37	44	51	57
13,0%	39	40	42	43	45	13,0%	29	35	42	48	54

Källa: EPB

Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1 793</b>	<b>1 775</b>	<b>1 866</b>	<b>1 822</b>	<b>1 807</b>	<b>1 923</b>	<b>2 068</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>1 793</b>	<b>1 775</b>	<b>1 866</b>	<b>1 822</b>	<b>1 807</b>	<b>1 923</b>	<b>2 068</b>
Kostnad sålda varor	-1 073	-1 107	-1 149	-1 084	-1 057	-1 135	-1 220
<b>Bruttoresultat</b>	<b>719</b>	<b>668</b>	<b>717</b>	<b>738</b>	<b>750</b>	<b>789</b>	<b>848</b>
Övriga rörelsekostnader	-485	-447	-471	-545	-542	-587	-631
<b>EBITDA</b>	<b>235</b>	<b>222</b>	<b>246</b>	<b>219</b>	<b>208</b>	<b>202</b>	<b>217</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	26	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>235</b>	<b>222</b>	<b>246</b>	<b>193</b>	<b>208</b>	<b>202</b>	<b>217</b>
Avskrivningar	-146	-137	-122	-125	-140	-98	-87
<b>EBITA, justerad</b>	<b>89</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>104</b>	<b>130</b>
Amortering	-39	-41	-43	-43	-43	-43	-43
<b>EBIT</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>52</b>	<b>25</b>	<b>61</b>	<b>87</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>61</b>	<b>87</b>
Finansnetto	-37	-28	-18	-13	-14	-14	-14
<b>Resultat före skatt</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>63</b>	<b>39</b>	<b>12</b>	<b>48</b>	<b>73</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>63</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>48</b>	<b>73</b>
Total skatt	33	-11	-12	-9	-2	-10	-15
<b>Nettoresultat</b>	<b>46</b>	<b>4</b>	<b>51</b>	<b>30</b>	<b>9</b>	<b>38</b>	<b>58</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>46</b>	<b>4</b>	<b>51</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>38</b>	<b>58</b>
Intäktstillväxt	-	-1%	5%	-2%	-1%	6%	8%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	41,5%	41,0%	41,0%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,4%	1,4%	3,2%	4,2%
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,24	0,58	2,35	3,59
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-92%	>100%	>100%	53%

Källa: Bokusgruppen, EPB

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	50	43	81	52	25	61	87
Övriga kassaflödesposter	169	166	146	133	166	117	102
Förändringar i rörelsekapital	13	7	36	-34	12	15	18
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>232</b>	<b>217</b>	<b>264</b>	<b>150</b>	<b>204</b>	<b>193</b>	<b>207</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-7	-11	-9	-11	-12	-10
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-22	-36	-42	-45	-48	-41
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-21</b>	<b>-28</b>	<b>-46</b>	<b>-51</b>	<b>-56</b>	<b>-60</b>	<b>-52</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>211</b>	<b>188</b>	<b>217</b>	<b>99</b>	<b>148</b>	<b>134</b>	<b>155</b>
Förändring av skulder	-91	-125	-155	0	0	0	0
Utdelningar	0	-5	-12	-49	-48	-24	-32
Övriga poster	-54	-102	-86	-114	-72	-77	-83
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-146</b>	<b>-232</b>	<b>-252</b>	<b>-162</b>	<b>-121</b>	<b>-101</b>	<b>-115</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>66</b>	<b>-44</b>	<b>-35</b>	<b>-63</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>40</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>398</b>	<b>404</b>	<b>110</b>	<b>176</b>	<b>148</b>	<b>116</b>	<b>76</b>

Källa: Bokusgruppen, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	410	410	410	410	410	410	410
Övriga immateriella tillgångar	426	406	399	399	401	406	404
Materiella anläggningstillgångar	30	25	26	24	25	26	26
Finansiella anläggningstillgångar	19	3	2	2	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	213	274	257	259	201	191	197
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 099</b>	<b>1 119</b>	<b>1 094</b>	<b>1 093</b>	<b>1 039</b>	<b>1 035</b>	<b>1 039</b>
Varulager	198	194	196	205	190	198	209
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	97	129	169
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>281</b>	<b>282</b>	<b>396</b>	<b>360</b>	<b>372</b>	<b>418</b>	<b>475</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 380</b>	<b>1 401</b>	<b>1 489</b>	<b>1 454</b>	<b>1 411</b>	<b>1 453</b>	<b>1 514</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	461	478	682	663	624	638	663
<b>Summa eget kapital</b>	<b>461</b>	<b>478</b>	<b>682</b>	<b>663</b>	<b>624</b>	<b>638</b>	<b>663</b>
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
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>506</b>	<b>498</b>	<b>336</b>	<b>244</b>	<b>244</b>	<b>244</b>	<b>244</b>
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
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>413</b>	<b>425</b>	<b>472</b>	<b>547</b>	<b>543</b>	<b>572</b>	<b>607</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 380</b>	<b>1 401</b>	<b>1 489</b>	<b>1 453</b>	<b>1 411</b>	<b>1 453</b>	<b>1 514</b>

Källa: Bokusgruppen, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	-1%	5%	-2%	-1%	6%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-6%	11%	-22%	8%	-3%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-13%	88%	-68%	-1%	>100%	41%
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-92%	>100%	>100%	53%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	41,5%	41,0%	41,0%
EBITDA-marginal	13,1%	12,5%	13,2%	12,0%	11,5%	10,5%	10,5%
EBITDA-marginal, justerad	13,1%	12,5%	13,2%	10,6%	11,5%	10,5%	10,5%
EBIT-marginal	2,8%	2,4%	4,4%	2,8%	1,4%	3,2%	4,2%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,4%	1,4%	3,2%	4,2%
Vinst-marginal, justerad	2,6%	0,2%	2,7%	0,2%	0,5%	2,0%	2,8%

Källa: Bokusgruppen, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	1%	9%	1%	1%	6%	9%
ROCE, justerad	Neg.	5%	9%	3%	3%	7%	10%
ROIC, justerad	Neg.	5%	10%	3%	3%	8%	12%

Källa: Bokusgruppen, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	11%	11%	10%	11%	11%	10%	10%
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%	34%	33%	33%
Rörelsekapital / totala intäkter	-8%	-8%	-11%	-9%	-10%	-10%	-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	148	116	76
Soliditet	33%	34%	46%	46%	44%	44%	44%
Nettoskuldsättningsgrad	0,9x	0,8x	0,2x	0,3x	0,2x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	1,8x	0,4x	0,8x	0,7x	0,6x	0,4x

Källa: Bokusgruppen, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,83	0,27	3,13	1,85	0,58	2,35	3,59
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,24	0,58	2,35	3,59
FCF per aktie	13,1	11,7	13,5	6,12	9,16	8,28	9,59
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	38,6	39,5	41,1
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

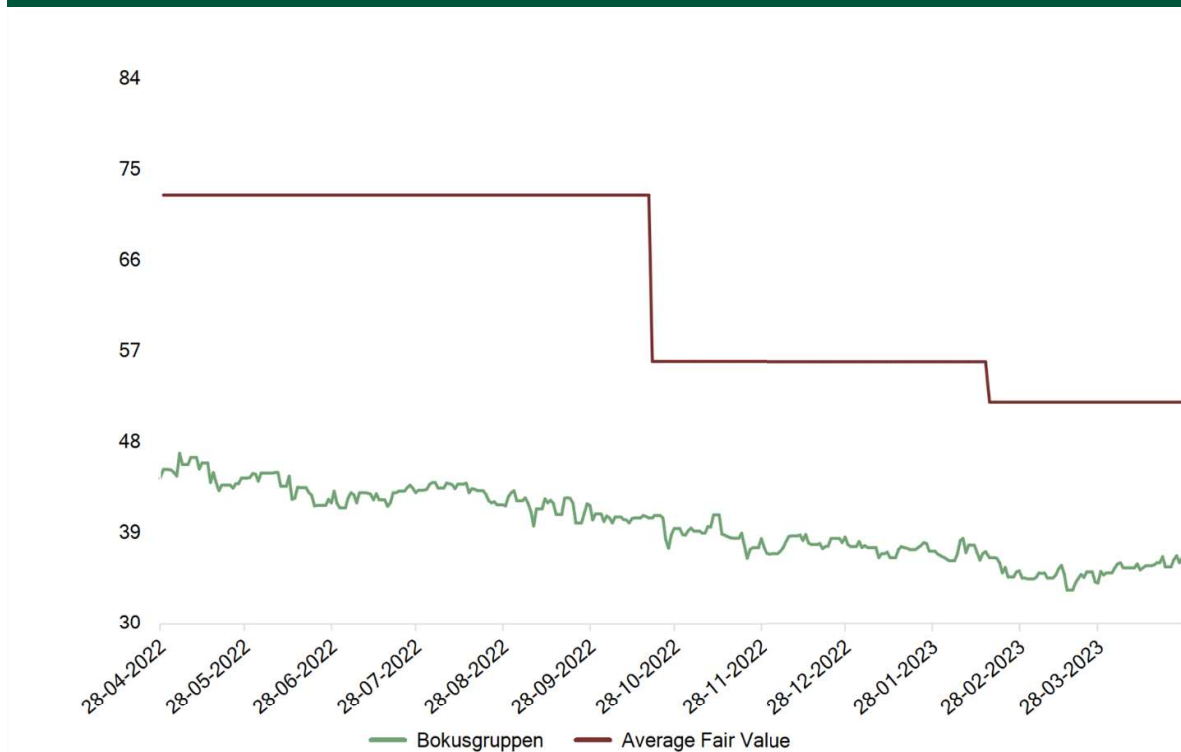
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	12,7x	159,8x	62,7x	15,5x	10,2x
P/EK	Neg.	Neg.	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	3,0x	6,1x	4,0x	4,4x	3,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	34%	16%	25%	23%	26%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	7,6%	8,0%	4,1%	5,5%	8,2%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	>100%	95,8%	>100%	>100%	85,1%	83,6%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	3,1x	4,1x	4,4x	4,5x	4,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	9,3x	30,5x	35,6x	14,7x	10,5x
EV	Neg.	Neg.	752	783	906	906	906
Aktiekurs	-	-	39,7	37,6	36,5	36,5	36,5

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