



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Media | Sverige | 16 juli 2023

## Bokusgruppen

### Bra resultat i utmanande miljö

#### Bra resultat givet utmanande förutsättningar

Bokusgruppen rapporterade EBITA på -23,5 mkr, att jämföra med -21,6 mkr i Q2'22 (justerat för engångsposter i form av en stor pensionsåterbäring), i det säsongsmässigt svaga andra kvartalet. Försäljningen var oförändrad mot samma period föregående år. Bokusgruppen verkar i en utmanande miljö med svag konsumentefterfrågan och stora kostnadsökningar i form av hyror och lönekostnader. Bolaget har genomfört prisjusteringar samt stängt en butik permanent och lagt ytterligare en i malpåse. Oförändrad försäljning får därmed anses vara en bra utveckling. Prisjusteringar har lett till en ökning av bruttomarginalen med 1,3 procentenheter y/y. Den stigande trenden i bruttomarginalen som bolaget har uppvisat under de senaste åren fortsätter därmed.

#### Stark utveckling Akademibokhandeln, svagare i Bokus online och lansering av Bokus Reader

Akademibokhandeln butik växte med 3% y/y, och Akademibokhandeln online växte med 19%, vilket får anses vara ett gott kvitto på Akademibokhandelns starka varumärke. Bokus Online minskade med knappt 7%, där mycket av försvagningen förklaras av studentlitteratur. Bolaget har även lanserat en ny produktlinje; Bokus Reader – en app för konsumtion av styckköpta digitala e- och ljudböcker. Detta ökar kundnyttan till en begränsad insats.

#### Vi håller prognoser och motiverat värde oförändrat – årets resultat beror på hur Q4 utvecklas

Vi lämnar prognoser i absoluta tal och motiverat värde i stort sett oförändrat. Utvecklingen i Q2'23 har begränsad påverkan på helåret, då det viktiga 4:e kvartalet är så pass avgörande. Många av de faktorer som tynger konsumenten fortsätter att präglade makroekonomin, även om räntetoppen rycker allt närmare enligt många bedömare. Bokkonsumtion är dock en relativt begränsad del av konsumentens plånbok, och Bokusgruppen bör klara sig relativt väl även i dagens utmanande landskap. I takt med att den makroekonomiska motvinden mojar, bör en bättre balans mellan efterfrågan och kostnadsinflation ge en bra grogrund för vinsttillväxt, och därmed en omvärdering av aktien.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	46,0 - 48,0 SEK
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	1 822	1 807	1 923	2 068	Aktiekurs	31,4 SEK
EBIT, just.	-3,3%	0,2%	-2,8%	Tillväxt	-2%	-1%	6%	8%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	-7,1%	0,3%	-3,3%	EBITDA, just.	193	197	235	258	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	26	25	62	84		
Q3 - rapport	27 oktober 2023			EPS, just.	0,2	0,5	2,4	3,5	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Bolagsfakta (mSEK)</b>				EPS-tillväxt, just.	-92%	>100%	>100%	47%	Yes No	
Antal aktier	16m			EK/aktie	41,0	38,6	39,4	40,9	Likviditetsgarant	✓
Börsvärde	507			Utdelning per aktie	3,0	1,5	2,0	3,0	Certified adviser	✓
Nettoskuld	103			EBIT-marginal	2,8%	1,4%	3,2%	4,1%	Transaktioner 12m	✓
EV	610			ROE, just.	0,6%	1,4%	6,0%	8,6%		
Free float	23%			ROCE, just.	2,8%	2,8%	7,0%	9,4%		
Daglig handelsvolym, snitt	1k			EV/Sales	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x		
Bloomberg Ticker	BOKUS SS EQUITY			EV/EBITDA	4,1x	3,1x	2,6x	2,4x		
<b>Analytiker</b>				EV/EBIT	30,5x	24,8x	9,9x	7,2x		
Örjan Rödén				P/E, just.	159,8x	58,1x	13,3x	9,0x		
orjan.roden@penser.se				P/EK	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x		
				Direktavkastning	8,0%	4,8%	6,4%	9,6%		
				FCF yield	16%	27%	33%	39%		
				Nettoskuld/EBITDA	0,8x	0,8x	0,4x	0,0x		

## 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 släppt. 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.

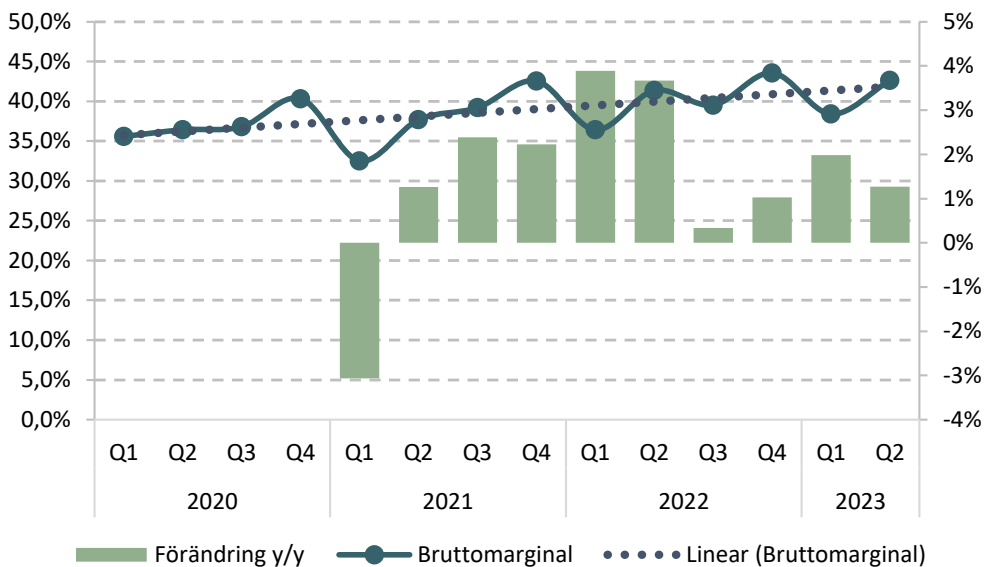
## Värdering

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

## Kvartalet i korthet

Försäljningen var oförändrad mot samma period föregående år. Bokusgruppen verkar i en utmanande miljö med svag konsumentefterfrågan och stora kostnadsökningar i form av hyror och lönekostnader. Bolaget har genomfört prisjusteringar samt stängt en butik permanent och lagt ytterligare en i malpåse. Oförändrad försäljning får därmed anses vara en bra utveckling i dagens svaga konsumentmarknad. Prisjusteringar har lett till en ökning bruttomarginalen med 1,3 procentenheter y/y. Den stigande trenden i bruttomarginalen som bolaget har uppvisat under de senaste åren fortsätter därmed.

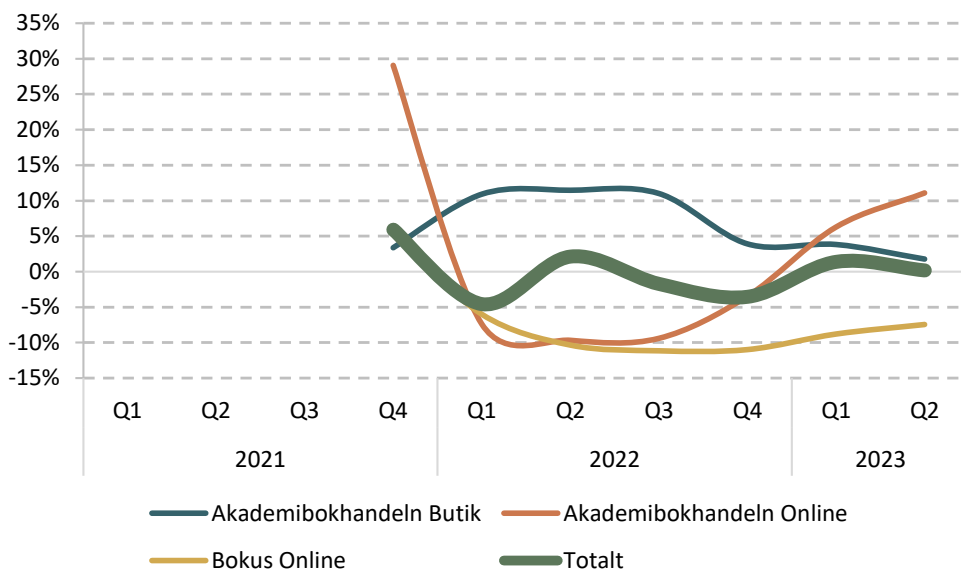
Bruttomarginal (% och förändring y/y)



Källa: Bolaget, EPB

Akademibokhandeln butik växte med 3% y/y, och Akademibokhandeln online växte med 19%, vilket får anses vara ett gott kvitto på Akademibokhandelns starka varumärke. Bokus Online minskade med knappt 7%, där mycket av försvagningen förklaras av studentlitteratur. På rullande 12 månader är det tydligt hur starkt Akademibokhandeln Online utvecklas.

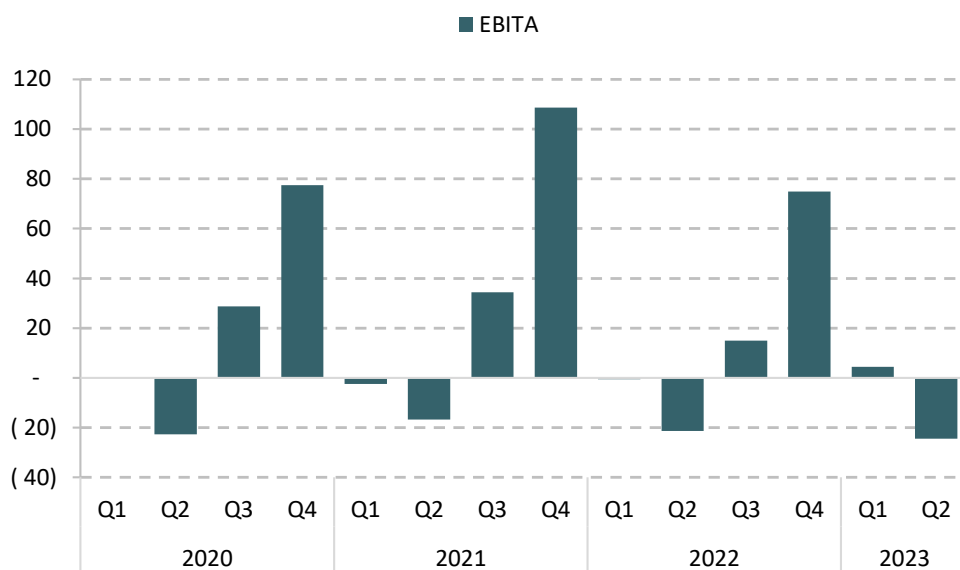
Försäljning y/y rullande 12-månader



Källa: Bolaget, EPB

Bokusgruppen rapporterade EBITA om -23,5 mkr, att jämföra med -21,6 mkr i Q2'22 (justerat för engångsposter i form av en stor pensionsåterbäring), i det säsongsmässigt svaga andra kvartalet.

### EBITA, kvartalsvis



Källa: Bolaget, EPB

Bolaget har även lanserat en ny produktlinje; Bokus Reader – en app för konsumtion av styckköpta digitala e- och ljudböcker. Detta ökar kundnyttan till en begränsad insats.

## Värdering och motiverat värde

Vi värderar Bokusgruppen med en DCF-modell, som ger ett värde på 47 kr och därmed ett motiverat värde på 46-48 kr per aktie.

### DCF, sammanfattning

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde			
Nuvärdet av fria kassaflöden	544	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	312	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	4,5%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>857</b>	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,3%
Nettoskuld, senast rapporterad	103	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>960</b>			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	16				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>47</b>				

Källa: EPB

### DCF, känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt				
	0,0%	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%
11,0%	48	51	53	56	59
11,5%	46	48	50	52	55
12,0%	43	45	47	49	51
12,5%	41	42	44	46	48
13,0%	39	40	41	43	45

Källa: EPB

### DCF, känslighetsanalys

WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,5%	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%
11,0%	40	46	53	60	66
11,5%	37	44	50	56	62
12,0%	35	41	47	52	58
12,5%	34	39	44	49	54
13,0%	32	37	41	46	51

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	-1 102	-1 179
<b>Bruttoresultat</b>	<b>719</b>	<b>668</b>	<b>717</b>	<b>738</b>	<b>750</b>	<b>821</b>	<b>889</b>
Övriga rörelsekostnader	-485	-447	-471	-545	-553	-587	-631
<b>EBITDA</b>	<b>235</b>	<b>222</b>	<b>246</b>	<b>219</b>	<b>197</b>	<b>235</b>	<b>258</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>197</b>	<b>235</b>	<b>258</b>
Avskrivningar	-146	-137	-122	-125	-130	-130	-131
<b>EBITA, justerad</b>	<b>89</b>	<b>84</b>	<b>124</b>	<b>68</b>	<b>67</b>	<b>104</b>	<b>128</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>62</b>	<b>84</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>62</b>	<b>84</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>11</b>	<b>48</b>	<b>71</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>63</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>48</b>	<b>71</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>56</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>46</b>	<b>4</b>	<b>51</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>38</b>	<b>56</b>
Intäkstillväxt	-	-1%	5%	-2%	-1%	6%	8%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	41,5%	42,7%	43,0%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,4%	1,4%	3,2%	4,1%
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,24	0,54	2,36	3,47
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-92%	>100%	>100%	47%

Källa: Bokusgruppen, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	50	43	81	52	25	62	84
Övriga kassaflödesposter	169	166	146	133	157	150	146
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>193</b>	<b>226</b>	<b>248</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>137</b>	<b>166</b>	<b>197</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>17</b>	<b>65</b>	<b>82</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>398</b>	<b>404</b>	<b>110</b>	<b>176</b>	<b>159</b>	<b>94</b>	<b>12</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	211	168	131
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 099</b>	<b>1 119</b>	<b>1 094</b>	<b>1 093</b>	<b>1 049</b>	<b>1 012</b>	<b>973</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	86	151	233
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>281</b>	<b>282</b>	<b>396</b>	<b>360</b>	<b>361</b>	<b>440</b>	<b>539</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 380</b>	<b>1 401</b>	<b>1 489</b>	<b>1 454</b>	<b>1 410</b>	<b>1 453</b>	<b>1 512</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	461	478	682	663	623	637	661
<b>Summa eget kapital</b>	<b>461</b>	<b>478</b>	<b>682</b>	<b>663</b>	<b>623</b>	<b>637</b>	<b>661</b>
Långfristiga räntebärande skulder	215	150	0	0	0	0	0
Långfristiga leasingkulder	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 leasingkulder	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>1 410</b>	<b>1 452</b>	<b>1 512</b>

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%	2%	19%	10%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-13%	88%	-68%	-4%	>100%	37%
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-92%	>100%	>100%	47%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	41,5%	42,7%	43,0%
EBITDA-marginal	13,1%	12,5%	13,2%	12,0%	10,9%	12,2%	12,5%
EBITDA-marginal, justerad	13,1%	12,5%	13,2%	10,6%	10,9%	12,2%	12,5%
EBIT-marginal	2,8%	2,4%	4,4%	2,8%	1,4%	3,2%	4,1%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,4%	1,4%	3,2%	4,1%
Vinst-marginal, justerad	2,6%	0,2%	2,7%	0,2%	0,5%	2,0%	2,7%

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%	9%
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%	23%	23%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	26%	27%	29%	34%	34%	34%	34%
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	159	94	12
Soliditet	33%	34%	46%	46%	44%	44%	44%
Nettoskulsättningsgrad	0,9x	0,8x	0,2x	0,3x	0,3x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	1,8x	0,4x	0,8x	0,8x	0,4x	0,0x

Källa: Bokusgruppen, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,83	0,27	3,13	1,85	0,54	2,36	3,47
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,24	0,54	2,36	3,47
FCF per aktie	13,1	11,7	13,5	6,12	8,50	10,3	12,2
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	39,4	40,9
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	58,1x	13,3x	9,0x
P/EK	Neg.	Neg.	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	3,0x	6,1x	3,7x	3,0x	2,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	34%	16%	27%	33%	39%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	7,6%	8,0%	4,8%	6,4%	9,6%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	>100%	95,8%	>100%	>100%	84,9%	86,4%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	3,1x	4,1x	3,1x	2,6x	2,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	9,3x	30,5x	24,8x	9,9x	7,2x
EV	Neg.	Neg.	752	783	610	610	610
Aktiekurs	-	-	39,7	37,6	31,4	31,4	31,4

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 (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 frånsäger 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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)