



Bokusgruppen

Förstärkning av bruttomarginalen och god kostnadskontroll

Stark Q3'23 drivet av högre bruttomarginaler och god kostnadskontroll

Bokusgruppen levererade en stark Q3'23 drivet av en högre bruttomarginal och god kostnadskontroll av övriga kostnader. Sammantaget ökade justerat EBITA till 22,0 (14,9) mkr, en tillväxt på 48%. Bruttomarginalen ökade till 42,6% (39,5%), marginellt påverkad av ett elstöd på 1,5 mkr. Den främsta orsaken till ökningen är bra prisrealiseringar och framför allt en ökad andel egna märkesvaror (EMV) som andel av produktmixen. I Akademibokhandeln butik uppgick andel EMV till 26,2%, upp från 25,2% i Q3'22. Försäljningstillväxten var marginellt negativ, -1,2%. Akademibokhandeln butik ökade med 4%, vilket förklaras av prisjusteringar. Onlineverksamheterna i Bokus var svagare, -8%, samtidigt som Akademibokhandeln online växte 7%.

Bra resultat trots motvindar från alla håll

Bokusgruppen levererar ett starkt resultat givet stora utmaningar. Hög inflation och höga räntor sänker konsumtionsförmågan hos kunderna givet reallönesänkningar och höga räntekostnader. Samtidigt har hyreshöjningar och löneavtal varit historiskt höga för bolaget. Detta har höjt de underliggande fasta kostnaderna väsentligt. Trots dessa utmaningar har bolaget förbättrat resultatet y/y i Q3'23 tack var högre bruttomarginaler och god kostnadskontroll. Vi höjer därmed våra prognoser för innevarande år väsentligt, men behåller våra prognoser för 2024e och 2025e i stort sett oförändrade. De trender kring bruttomarginaler och kostnadskontroll som vi nu ser finns reflekterat i våra prognoser för 24e och 25e, men de har infallit tidigare än vad vi tidigare väntade oss.

Låg värdering i en stabil och kassaflödesgenererande verksamhet

Vi justerar ner vårt motiverade värde marginellt till 44-46 (46-48) kr då börsvärdet nu ligger under 500 mkr, vilket ökar vår småbolagspremie. Underliggande höjer vi vårt DCF-värde. Bokusgruppen har starka varumärken, är ett välskött bolag i en bransch som präglas av låg risk. Bolaget kommer fortsatt att generera starka kassaflöden då kunderna normalt betalar kontant, men bolaget har normala leverantörskrediter.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	44,0 - 46,0 SEK
Totala intäkter	1,1%	1,1%	0,4%	Totala intäkter	1 822	1 827	1 944	2 076	Aktiekurs	29,7 SEK
EBIT, just.	57,0%	-2,9%	1,4%	Tillväxt	-2%	0%	6%	7%	Riskenivå	Låg
EPS, just.	>100%	-3,7%	1,7%	EBITDA, just.	197	221	243	270	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	30	39	60	85		
Q4 - rapport	15 februari 2024			EPS, just.	0,5	1,2	2,3	3,5	Intressekonflikter	
Q1 - rapport	24 april 2024			EPS-tillväxt, just.	-85%	>100%	84%	56%	Yes No	
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	41,0	39,3	40,0	41,6	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	16m			Utdelning per aktie	3,0	1,5	2,0	3,0	Certified adviser	✓
Börsvärde	480			EBIT-marginal	2,8%	2,1%	3,1%	4,1%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	90			ROE, just.	1,2%	3,1%	5,7%	8,6%		
EV	570			ROCE, just.	3,2%	4,3%	6,7%	9,4%		
Free float	23%			EV/Sales	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	54k			EV/EBITDA	4,0x	2,6x	2,3x	2,1x		
Bloomberg Ticker	BOKUS SS EQUITY			EV/EBIT	26,4x	14,8x	9,5x	6,7x		
Analytiker				P/E, just.	77,9x	24,1x	13,1x	8,4x		
Örjan Rödén				P/EK	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x		
orjan.roden@penser.se				Direktavkastning	8,0%	5,1%	6,7%	10,1%		
				FCF yield	16%	33%	36%	43%		
				Nettoskuld/EBITDA	0,8x	0,8x	0,7x	0,4x		

Investment case

Försäljning i alla kanaler skapar en stabilitet vid stora förändringar i konsumentledet

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.

Stärkt bruttomarginal leder till ökad lönsamhet

Bokusgruppen har stärkt bruttomarginalen under de senaste åren via interna åtgärder som prisjusteringar och mixförändringar mot mer egna varumärken. Vi bedömer att den trenden kommer att fortsätta, vilket bör skapa bättre förutsättning för vinsttillväxt över tid.

Konsumentkonjunkturen kommer att förbättras i takt med avtagande inflation och normaliserade räntor

Bokusgruppen har drabbats hårt av de senaste årens makromiljö med höga inflationsnivåer och därmed stigande räntor. Svag reallöneutveckling har påverkat efterfrågan negativt, även om efterfrågan på litteratur är relativt stabil givet den låga enhetskostnaden. Höga hyreshöjningar drivet av den indexerade hyreshöjningen i 2022 har påverkat kostnaden för butiksbeståndet. I en miljö där inflationen faller tillbaka och räntorna normaliseras, bör Bokusgruppen se en kombinerad positiv effekt av bättre efterfrågan drivet av högre reallöner och substantiellt lägre hyreshöjningar.

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 i 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 ett 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.

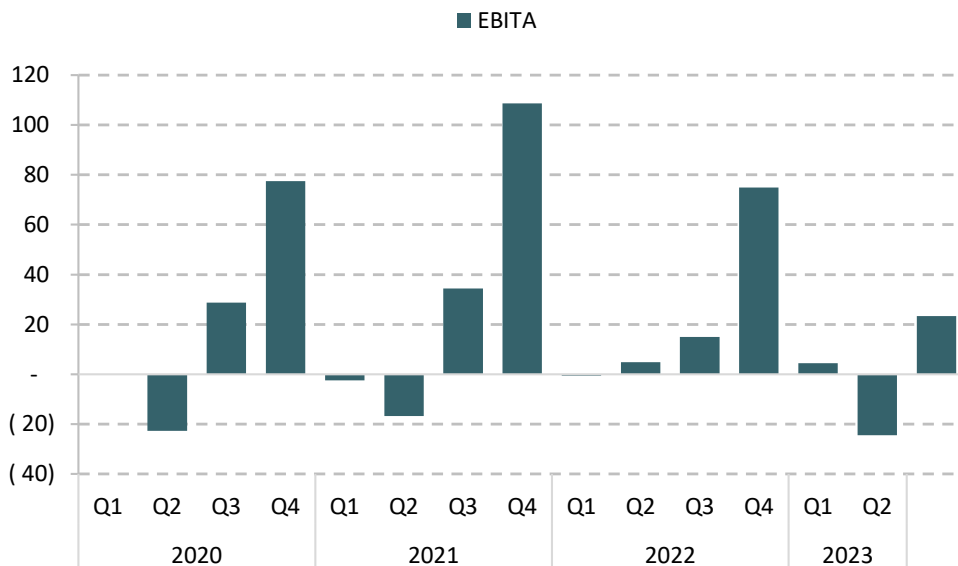
Värdering

Vi ser ett motiverat värde för Bokusgruppens aktie om 44 - 46 kr per aktie, baserat på en kassaflödesvärdering.

Kvartalet i korthet

Bokusgruppen levererade en stark Q3'23 drivet av en högre bruttomarginal och god kostnadskontroll av övriga kostnader. Sammantaget ökade justerat EBITA till 22,0 (14,9) mkr, en tillväxt på 48%.

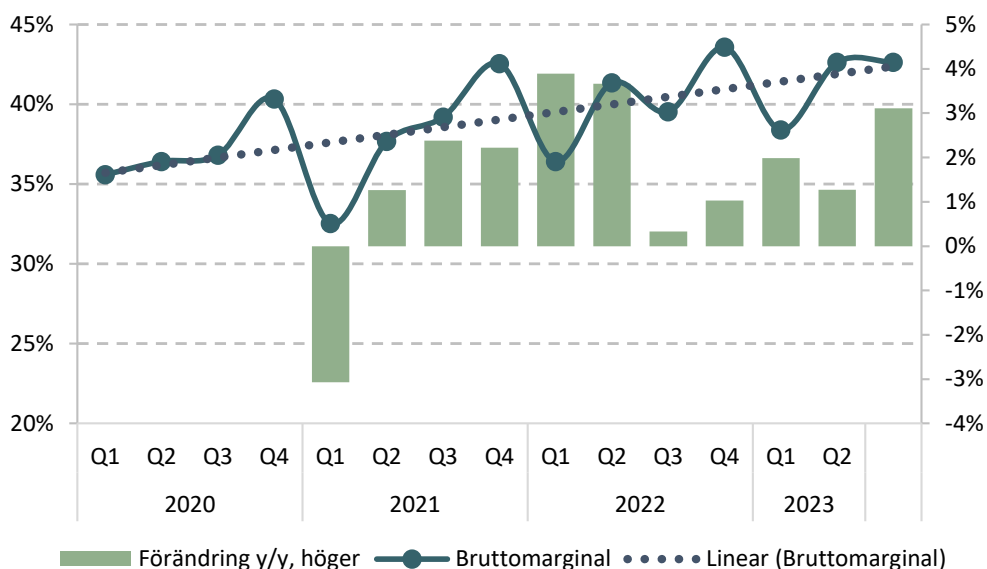
EBITA, kvartalsvis



Källa: Bolaget, EPB

Bruttomarginalen ökade till 42,6% (39,5), marginellt påverkad av ett elstöd på 1,5 mkr. Den främsta orsaken till ökningen är bra prisrealiseringar och framför allt en ökad andel egna märkesvaror (EMV) som andel av produktmixen. I Akademibokhandeln butik uppgick andel EMV till 26,2%, upp från 25,2% i Q3'22.

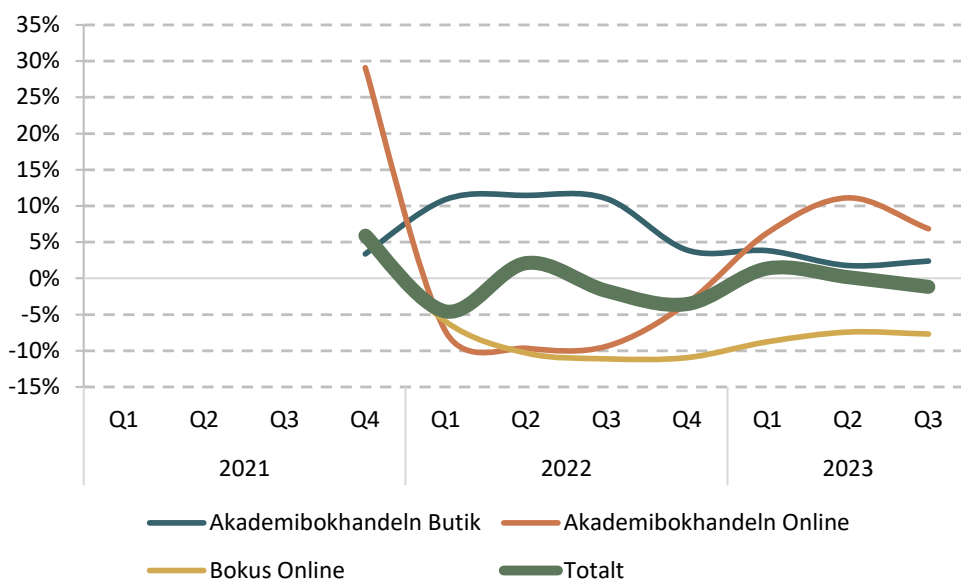
Bruttomarginal och förändring y/y



Källa: Bolaget, EPB

Försäljningstillväxten var marginellt negativ, -1,2%. Akademibokhandeln butik ökade med 4%, vilket förklaras av prisjusteringar. Onlineverksamheterna i Bokus var svagare, -8%, samtidigt som Akademibokhandeln online växte 7%.

Försäljning, y/y



Källa: Bolaget EPB

Värdering

DCF, sammanfattning

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	546	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	269	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	4,5%
Företagsvärde (EV)	815	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,3%
Nettoskuld, senast rapporterad	90	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,3%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-10%
Eget kapital	905			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	16				
Eget kapital per aktie	45				

Källa:

DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			2,5%	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%
WACC	13,0%	46	48	50	52	55	WACC	13,0%	37	43	50	56	63
	13,5%	44	45	47	49	51		13,5%	35	41	47	53	59
	14,0%	42	43	45	47	49		14,0%	34	39	45	50	56
	14,5%	40	41	43	44	46		14,5%	32	37	43	48	53
	15,0%	38	39	41	42	44		15,0%	31	36	41	45	50

Källa:

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 793	1 775	1 866	1 822	1 827	1 944	2 076
Totala intäkter	1 793	1 775	1 866	1 822	1 827	1 944	2 076
Kostnad sålda varor	-1 073	-1 107	-1 149	-1 084	-1 058	-1 114	-1 183
Bruttoresultat	719	668	717	738	769	830	893
Övriga rörelsekostnader	-485	-447	-471	-541	-548	-587	-623
EBITDA	235	222	246	219	221	243	270
Jämförelsestörande poster	0	0	0	22	0	0	0
EBITDA, justerad	235	222	246	197	221	243	270
Avskrivningar	-146	-137	-122	-125	-140	-140	-141
EBITA, justerad	89	84	124	72	81	103	129
Amortering	-39	-41	-43	-43	-43	-43	-44
EBIT	50	43	81	52	39	60	85
EBIT, justerad	50	43	81	30	39	60	85
Finansnetto	-37	-28	-18	-13	-14	-14	-14
Resultat före skatt	13	15	63	39	25	46	72
Resultat före skatt, justerad	13	15	63	17	25	46	72
Total skatt	33	-11	-12	-9	-5	-10	-15
Nettoresultat	46	4	51	30	20	37	57
Nettoresultat, justerad	46	4	51	8	20	37	57
Intäkstillväxt	-	-1%	5%	-2%	0%	6%	7%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	42,1%	42,7%	43,0%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,6%	2,1%	3,1%	4,1%
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,48	1,23	2,27	3,53
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-85%	>100%	84%	56%

Källa: Bokusgruppen, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	50	43	81	52	39	60	85
Övriga kassaflödesposter	169	166	146	133	164	160	156
Förändringar i rörelsekapital	13	7	36	-34	14	15	17
Kassaflöde från den operationella verksamheten	232	217	264	150	216	235	258
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-7	-11	-9	-11	-12	-10
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-22	-36	-42	-46	-49	-42
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-21	-28	-46	-51	-57	-60	-52
Fritt kassaflöde	211	188	217	99	160	175	206
Förändring av skulder	-91	-125	-155	0	0	0	0
Utdelningar	0	-5	-12	-49	-48	-24	-32
Övriga poster	-54	-102	-86	-114	-119	-126	-135
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-146	-232	-252	-162	-167	-151	-167
Kassaflöde	66	-44	-35	-63	-8	24	39
Nettoskuld	398	404	110	176	183	159	120

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	402	407	405
Materiella anläggningstillgångar	30	25	26	24	25	26	26
Finansiella anläggningstillgångar	19	3	2	2	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	213	274	257	259	248	244	249
Summa anläggningstillgångar	1 099	1 119	1 094	1 093	1 086	1 089	1 092
Varulager	198	194	196	205	192	200	209
Kundfordringar	28	22	19	23	23	25	27
Övriga omsättningstillgångar	52	64	49	63	63	67	72
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	2	133	69	62	86	125
Summa omsättningstillgångar	281	282	396	360	340	378	433
SUMMA TILLGÅNGAR	1 380	1 401	1 489	1 454	1 426	1 467	1 524
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	461	478	682	663	634	647	672
Summa eget kapital	461	478	682	663	634	647	672
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
Summa långfristiga skulder	506	498	336	244	244	244	244
Leverantörsskulder	254	240	246	239	240	255	272
Kortfristiga leasingkulder	0	0	0	94	94	94	94
Övriga kortfristiga skulder	159	184	226	214	214	228	243
Summa kortfristiga skulder	413	425	472	547	548	577	609
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 380	1 401	1 489	1 453	1 426	1 467	1 524

Källa: Bokusgruppen, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-1%	5%	-2%	0%	6%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-6%	11%	-20%	12%	10%	11%
EBIT-tillväxt, justerad	-	-13%	88%	-63%	30%	55%	43%
EPS-tillväxt, justerad	-	-91%	>100%	-85%	>100%	84%	56%
Bruttomarginal	40,1%	37,7%	38,4%	40,5%	42,1%	42,7%	43,0%
EBITDA-marginal	13,1%	12,5%	13,2%	12,0%	12,1%	12,5%	13,0%
EBITDA-marginal, justerad	13,1%	12,5%	13,2%	10,8%	12,1%	12,5%	13,0%
EBIT-marginal	2,8%	2,4%	4,4%	2,8%	2,1%	3,1%	4,1%
EBIT-marginal, justerad	2,8%	2,4%	4,4%	1,6%	2,1%	3,1%	4,1%
Vinst-marginal, justerad	2,6%	0,2%	2,7%	0,4%	1,1%	1,9%	2,7%

Källa: Bokusgruppen, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	1%	9%	1%	3%	6%	9%
ROCE, justerad	Neg.	5%	9%	3%	4%	7%	9%
ROIC, justerad	Neg.	5%	10%	4%	5%	7%	11%

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%	23%	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	183	159	120
Soliditet	33%	34%	46%	46%	44%	44%	44%
Nettoskulsättningsgrad	0,9x	0,8x	0,2x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	1,8x	0,4x	0,8x	0,8x	0,7x	0,4x

Källa: Bokusgruppen, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,83	0,27	3,13	1,85	1,23	2,27	3,53
EPS, justerad	2,83	0,27	3,13	0,48	1,23	2,27	3,53
FCF per aktie	13,1	11,7	13,5	6,12	9,89	10,8	12,8
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	39,3	40,0	41,6
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

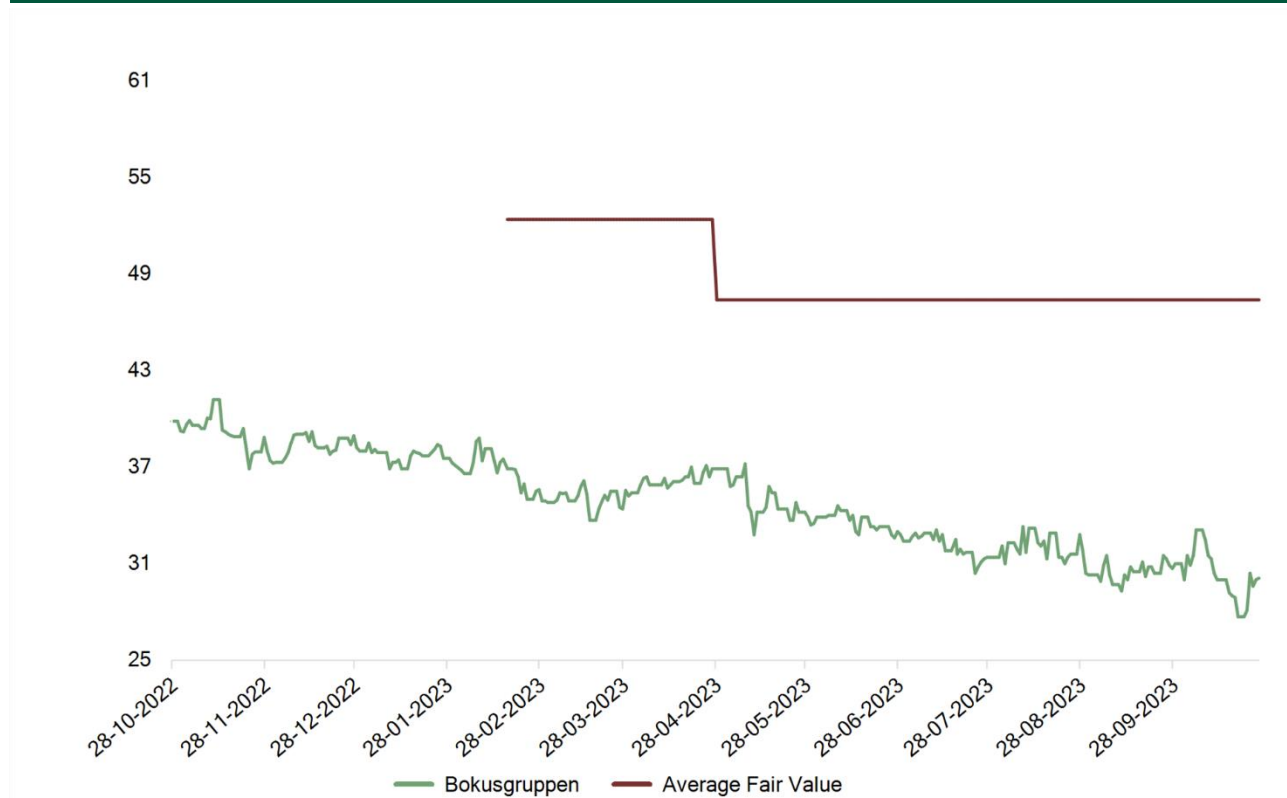
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	10,5x	111,9x	12,7x	77,9x	24,1x	13,1x	8,4x
P/EK	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
P/FCF	2,3x	2,5x	3,0x	6,1x	3,0x	2,7x	2,3x
FCF-yield	44%	39%	34%	16%	33%	36%	43%
Direktavkastning	0,0%	2,5%	7,6%	8,0%	5,1%	6,7%	10,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	>100%	95,8%	>100%	>100%	88,2%	85,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	3,1x	4,0x	2,6x	2,3x	2,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	9,3x	26,4x	14,8x	9,5x	6,7x
EV	Neg.	Neg.	752	783	570	570	570
Aktiekurs	-	-	39,7	37,6	29,7	29,7	29,7

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.

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 kraftigt 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 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 informations spridning, 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