



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 31 August 2021

# Tourn International

## Växer 125 %

### Starkt kvartal

Tourns nettoomsättning i Q2'21 uppgick till 36,4 mkr (16,2), vilket motsvarar en tillväxt om hela 125 %. Resultatet justerat för minoritetsandelar blev -1,3 mkr (2,1). Skälet till att resultatet sjönk y/y, trots den kraftiga tillväxten, är bolagets nya strategi där youtubers betalas en sign-on-bonus. Detta ökar kostnaderna i det korta perspektivet, men då Tourn erhåller återkommande mjukvaruintäkter blir lönsamheten på sikt god.

### Sign-on-bonus

Bolagets sign-on-bonus minskar intäkternas visibilitet då avtalsupplägget varierar från fall till fall. Det går därför inte att veta exakt hur mycket av tillväxten i Q2 som kommer från sign-on-bonusarna och hur mycket av tillväxten som är "organisk". Sammantaget är vi dock positiva till strategin. Vi räknar med att en del youtubers som tecknade en sign-on-bonus i Q2 kommer att ge ren vinst från Q4 och framåt.

### Höjer motiverat värde till 44–46 kr

Sammantaget bedömer vi att rapporten är bra. Tillväxten blir artificiellt hög genom sign-on-bonusen, men lönsamheten blir ännu mer artificiellt låg då det rör sig om en tillfällig kostnad för återkommande intäkter. Tourn Agency som inte använder denna metod växte med 70 % under kvartalet, vilket är starkt. Vi förblir positiva till Tourn och höjer vårt motiverade värde till 44–46 kr per aktie (35–36).

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	44.00 - 46.00	
EPS, just 21e	0.61	0.61	0.0%	Sales,m	88	169	275	301	Current price	SEK36.00
EPS, just 22e	2.07	2.07	0.0%	Sales Growth	0.0%	93.4%	62.1%	9.8%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	2.47	2.47	0.0%	EBITDA, m	(7.3)	4.4	23.4	28	<div style="background-color: #004a3d; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
				EBIT, m	(8.7)	3.9	23.1	27.4		
				EPS, adj	2.51	0.61	2.07	2.47		
				EPS Growth	0.0%	(75.8)%	242.2%	18.8%		
				Equity/Share	1.7	3.1	3.7	4.6		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(9.9)%	2.3%	8.4%	9.1%		
				ROE (%)	153.8%	18.2%	56.7%	53.9%		
				ROCE	(59.0)%	11.1%	35.6%	34.2%		
				EV/Sales	3.37x	1.74x	1.07x	0.98x		
				EV/EBITDA	(40.3)x	67.1x	12.6x	10.6x		
				EV/EBIT	(34.1)x	74.9x	12.8x	10.7x		
				P/E, adj	14.4x	59.4x	17.4x	14.6x		
				P/Equity	21.4x	11.7x	9.8x	7.9x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.2%	11.6%	6.2%	7.3%		
				Net Debt/EBITDA	0.4g	(8.1)g	(2.2)g	(2.5)g		

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	8.8m
Market cap	315
Nettoskuld	(20)
EV	295
Free Float	62.00%

### Analytiker

magnus.skog@penser.se



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 31 August 2021

## Sammanfattning

Växer 125 %

### Investment Case

*Tourns kärnverksamhet består av två delar. Den ena är en agentur för influencers där influencers matchas med varumärken för reklamsamarbeten. Den andra är ett partnerskap med Youtube där Tourn erbjuder youtubers en plattform för hjälp med att kapitalisera på det innehåll som de äger, men även med skattebetalningar, fakturering och att öka befintliga annonsintäkter. Youtube-delen, som kallas Nagato, erbjuder även en omfördelning av annonsintäkter när videoskopare visar innehåll som någon annan äger rättigheterna till. Bolaget grundades 2010 och har ca 15 anställda.*

### Skalbarheten

Tourns verksamhet är till stor del automatiserad. Vi bedömer däremot att vissa av Tourns konkurrenter gör mer arbete manuellt. Vi tror att de mer manuella företagen riskerar att konkurreras ut till förmån för de mer automatiserade som kan hålla nere kostnaderna. Att en stor del av Tourn är plattformsbaserat, innebär att en kraftig tillväxt kan ske utan större investeringar. Plattformar underlättar även tillväxt genom partnerskap. I teorin kan bolag med plattformar och bruttomarginaler över 90 % låta 80 % av sina intäkter tillfalla partners, men ändå generera ökad vinst. Vi ser partnerskap som en tillväxt drivare framöver för framförallt Tourns Youtube-del Nagato.

### Partner till Youtube

Youtubes annonsintäkter har nästan tredubblats sedan 2017. Tourn är genom Nagato partner till Youtube och kan därmed utnyttja Youtubes imponerande tillväxt. När ett Youtube-klipp innehåller material som har en extern rättighetsägare, ska ägaren till upphovsrätten erhålla alla annonsintäkter som klippet genererar. Nagato kan, med upphovsrättsinnehavarens tillåtelse, genomföra en omfördelning av intäkterna och behålla en del själv. Vi bedömer att affärsmodellen är väldigt attraktiv för upphovsrättsinnehavaren som ökar sina intäkter utan någon kostnad eller arbete. Vi estimerar att detta ben av Tourn kommer växa från ca 4 mkr i intäkter idag till drygt 26 mkr år 2025.

### Rider på influencertrenden

Tourn Agency har en inbyggd tillväxt tack vare influencertrendens starka tillväxt. Verksamheten parar primärt ihop varumärken med influencers för reklamsamarbeten. Det finns studier som visar att influencers har lika stark påverkan på köpbeslut som rekommendationer från vänner. Influencer marketing har sålunda en potentiellt mycket kraftig påverkan på konsumenters köpbeteenden. Vidare får varumärkena riklig tillgång till kunddata eftersom all reklam sköts digitalt. Exempelvis kan marknadsföringskampanjens utfall mätas. Vi bedömer att influencer marketing kommer växa kraftigt framöver och att Tourn kommer kunna kapitalisera på tillväxten.

### Värdering

Vi har genom en SOTP-värdering kommit fram till vårt motiverade värde om 35-36 kr per aktie. Vår WACC är 12 % och prognosperioden sträcker sig fram till och med år 2025.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sweden | 31 August 2021

# Sammanfattning

---

Växer 125 %

## Bolags profil

---

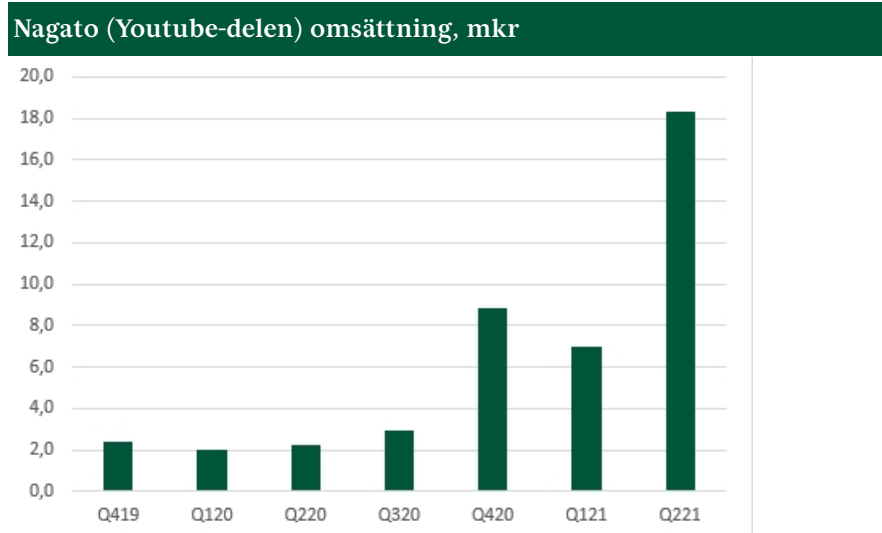
Initieringsanalys: <https://epaccess.penser.se/bolag/tourn-international/analys/>

## Q2

Q2'21 hade Tourn ett fokus på sin nya strategi att erbjuda en sign-on-bonus. Sammantaget är vi positiva till strategin. MEd hjälp av bland annat sign-on-bonusen till youtubers växte Nagato med över 700 % y/y, men rörelseresultatet sjönk något. Tourn väljer att redovisa investeringarna i sign-on-bonusen i resultaträkningen och inte som capex i kassaflödet. Effekten på resultaträkningen blir därför betydande i det korta perspektivet. Ju fler avtal som tecknas med denna metod under ett kvartal, desto större negativ resultateffekt blir det innevarande kvartal. Effekten långsiktigt bedömer vi dock som tydligt positiv.

Strategin innebär att det blir svårt att estimera hur mycket av tillväxten som sker organiskt och genom partners, samt hur mycket som sker genom sign-on-bonus. Tourn särredovisar inte detta. Under Q1 använde inte Tourn samma aggressiva tillväxtstrategi och då växte Nagato ändå med 246 %. Vidare räknar vi med att partneravtalet i Nordamerika kontinuerligt växer, samt att partneravtalet i Indien som är relativt nytt bör växa framöver. Visibiliteten är låg, men rimligen bör tillväxten i Q2 ha varit hög även utan sign-on-bonusarna.

Bruttomarginalen uppgick till 31 %, men inräknat sign-on-bonusarna hade siffran uppgått till 15 %. Givet skillnaden extrapolerar vi att investeringarna i sign-on-bonusar bör ha uppgått till ca 5,5 mkr under kvartalet och då belastat resultatet med motsvarande belopp.



*Som ses var tillväxten redan Q4'20 och Q1'21 mycket stark. Minskningen Q4 till Q1 beror på säsongeffekter.*

Tourn Agency växte organiskt med 70 % till 17 mkr. Givet Tourn Agencys kvartalsmässigt slagiga intäkter anser vi dock att intäkterna bör observeras halvårsvis. H1 växte Tourn Agencys intäkter med 19 %, vilket även det är en bra siffra.

## Analys sign-on-bonus

---

Förfarandet vid tecknande av en sign-on-bonus är huvudsakligen följande: om Tourn exempelvis erhåller 100 tkr årligen från en youtuber, erhåller youtubern 100 tkr i ett stöp vid signering. Därefter är Youtubern kontrakterad att använda Tourn i ett år. Under det året kan Tourn erhålla ytterligare intäkter från tilläggstjänster. Youtubern kan även fortsätta som vanlig kund efter att den initiala avtalstiden har upphört.

Viktigt att notera är att exemplet ovan endast är en exemplifiering. Hur Tourn faktiskt strukturerar upp sin sign-on-bonus har bolaget inte kommunicerat. Men som vi förstår det är kontrakten utformade så att ett avtal aldrig ska innebära en nettoförlust för Tourn.

Tourn är en partner till Youtube och erhåller betalningen från Youtube före youtubern. Vi bedömer därför risken som mycket låg att Tourn inte erhåller det avtalade beloppet. Om youtubern försöker starta ett nytt konto förlorar denne alla sina prenumeranter på det gamla kontot. Det finns dock alltid en risk att enskilda aktörer av någon anledning inte fullföljer sin del av avtalet.

Vi bedömer att strategin blir framgångsrik baserat på följande:

- Kontrakten ska vara utformade så att ROI alltid blir minst 1, d.v.s. att youtubern är kontrakterad tills sign-on-bonusen har blivit återbetald till Tourn.
- Intäkterna är återkommande mjukvaruintäkter som inte driver extra kostnader. Detta ser vi som en nödvändig förutsättning för att strategin ska ge god avkastning. Nagatos intäkter under Q2 ökade med 10 mkr q/q, men personalkostnaderna var oförändrade. Detta visar på skalbarheten. När sign-on-bonusen är återbetald blir marginalen nära 100 %.
- Youtubers inkomst flödar genom Tourns system. Tourn erhåller därför betalningarna innan youtubern, vilket innebär att youtubern inte kan underlåta att betala Tourn. Tourn är partner till Youtube och har betydligt mer makt i förhållandet med Youtubern vid eventuella meningsskiljaktigheter.
- Rimligen kommer flera youtubers fortsätta att använda Tourn när den initiala avtalstiden löpt ut. Skulle youtubern stanna i ytterligare 1 år blir ROI nästan 2, redan efter 2 år. Det skulle vara mycket värdeskapande.
- Strategin marknadsför Tourn. Youtubers kommunicerar med andra youtubers och spridningen genom word of mouth bör öka väsentligt genom strategin. Detta bör generera nya avtal och ökade intäkter.
- Tourn har en god kassaposition. Nettokassan uppgår till 7 % av bolagsvärdet. Inkluderar vi innehav i andra noterade bolag uppgår positionen till knappt 15 % av bolagsvärdet. Likviditet för att genomföra strategin bör således inte vara ett problem.
- Youtube bedöms omsätta närmare 300 miljarder kronor 2021. Det torde därför inte råda någon brist på youtubers att sluta avtal med.

## Estimatuppdatering

---

Baserat på Tourns satsning av sin nya strategi uppdaterar vi våra estimat. I bedömningen av den nya och mer aggressiva tillväxtstrategin gör vi följande antaganden:

- Vi estimerar konservativt att 20 % av youtubers fortsätter att använda Nagato efter att inlåsnings-effekten har upphört. Vidare estimerar vi att 10 % av youtubers stannar i minst 5 år. Ändringar i dessa antaganden ger en betydande effekt på värderingen eftersom det berör mjukvaruintäkter som genererar ren vinst.
- Vi estimerar att alla youtubers erhåller 1 års intäkter i sign-on-bonus och att 65 % av betalningen sker under kvartalet som avtalet skrivs och 35 % under det efterföljande kvartalet.
- Investeringarna i sign-on-bonus kommer att öka tillväxten med 8 mkr per kvartal. Då detta är återkommande intäkter blir effekten nästa kvartal 16 mkr (8+8) o.s.v. Omsättningsökningen blir således väsentlig.
- Vi behåller vår estimerade tillväxt för "Nagato exklusive sign-on-bonus". Vi bedömer att Nagato utan sign-on-bonus kommer att växa med drygt 30 % i CAGR de närmaste 5 åren. Sign-on-bonusarna kan möjligen kannibalisera på youtubers som ändå hade signerat avtal. Men vi bedömer att den marknadsföring och spridningseffekt som sign-on-bonusarna genererar bör kompensera för detta. Det är mycket möjligt att övriga

Nagatos tillväxt faktiskt gynnas av sign-on-bonusarna. Ju fler som använder Nagato, desto större bör tilliten till produkten bli hos youtubers.

Då intäkterna är återkommande och Tourns omsättning är relativt låg idag, blir estimatförändringarna betydande. Eftersom Nagato består av mjukvaruintäkter blir även påverkan för EBITDA omfattande. Nagato har de senaste två åren skalat omsättningen ordentligt utan att kostnaderna ökar. Vi gör därför endast marginella justeringar för kostnaderna.

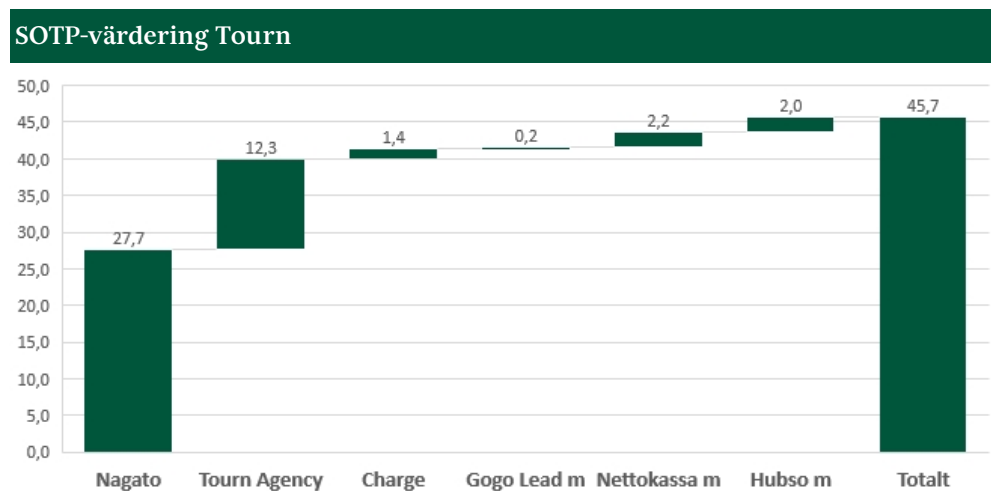
### Estimatförändringar

<b>Old estimates</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Revenue	115	136	157	177	194
EBITDA	6	13	14	18	21
<b>New estimates</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Revenue	169	275	301	322	339
EBITDA	4	23	28	31	35
<b>Difference</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Revenue	48%	102%	92%	82%	75%
EBITDA	-28%	81%	96%	76%	64%

## Värdering

Vi har uppdaterat vår SOTP-modell för Tourn med ett nytt motiverat värde om 44–46 kr per aktie. WACC är fortsatt 12 %, vilket reflekterar en hög risk.

Tidigare har vi applicerat en EV/Sales-multipel om 1,5 för Tourn Agency, samt 4 för Charge och 4 för Nagato. Vi har då använt multipeln år 2025 och diskonterat tillbaka värdet till idag. Vi ändrar nu vår EV/Sales-multipel till 2 för Nagato, för att reflektera att mer av tillväxten inte är organisk utan betald.



Sammanfattningsvis är vi positiva till den nya strategin. Resultatet belastas i det korta perspektivet eftersom bolaget väljer att redovisa investeringarna som kostnader, men vi bedömer att de långsiktiga vinsterna kommer att öka betydligt. Nedsidan är framförallt att visibiliteten blir lägre.

Vi ser aktien som attraktivt värderad på dagens kursnivåer och ser en ljus framtid för bolaget. Vi bedömer att bolaget kommer börja uppvisa en marginalexpansion från Q4'21 och framåt. Enligt våra estimat genererar det EV/EBIT om endast 11 år 2023, trots betydande tillväxt av mjukvaruintäkter och fortsatt marginalexpansion framgent.

## Resultaträkning & kassaflöde

<b>Resultaträkning</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	88	169	275	301
Övriga intäkter	4	2	2	2
Kostnad sålda varor	57	125	219	238
Bruttovinst	34	46	57	66
Personalkostnader	28	27	28	31
Övriga externa kostnader	28	6	6	6
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	-7	4	23	28
Avskrivningar	1	0	0	0
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0
<b>Resultat (EBIT)</b>	-9	4	23	27
Extraordinära Poster	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	-9	4	23	27
Finansiella poster	31	2	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	23	6	23	27
Skatter	0	1	5	6
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	23	5	18	22
<b>Nettoresultat (just)</b>	23	5	18	22

<b>Kassaflödesanalys</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	-15	5	18	22
Icke kassaflödespåverkande poster	4	2	2	2
Förändringar i rörelsekapital	2	0	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-9	7	20	24
Investeringar	1	1	1	1
Avyttringar	30	30	0	0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	20	36	20	23
Utdelningar	0	0	0	0
Nyemission/återköp	96	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-4	-4	-4	-4
<b>Kassaflöde</b>	7	32	16	19
<b>Nettoskuld (just)</b>	-3	-35	-51	-70



## Balansräkning

Balansräkning	2020	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>				
Goodwill	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	11	12	12	12
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	32	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>44</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
Varulager	0	0	0	0
Kundfordringar	14	15	17	19
Övriga omsättningstillgångar	1	1	1	1
Likvida medel	3	35	51	70
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>18</b>	<b>52</b>	<b>69</b>	<b>90</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>82</b>	<b>103</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>				
Eget Kapital	15	27	32	40
Minoritetsintressen	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>40</b>
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortfristiga finansiella skulder	21	0	0	0
Leverantörsskulder	8	17	19	23
Skatteskulder	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	18	19	21	20
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>47</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>43</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>72</b>	<b>83</b>

## Nyckeltal

### Värdering

	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	64,2	17,4	14,6
P/EK	11,7	9,8	7,9
P/FCF	8,7	16,0	13,7
Direktavkastning	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%
EV/Sales	1,7	1,1	1,0
EV/EBITDA	67,3	12,6	10,6
EV/EBIT	75,2	12,8	10,8
Aktiekurs, årets slut	9		
EV, årets slut	90		

### Tillväxt och marginaler

	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	93%	62%	10%
EBIT, tillväxt	-145%	487%	19%
EPS just, tillväxt	-78%	270%	19%
EBITDA-marginal	3%	9%	9%
EBIT-marginal	2%	8%	9%
Skattesats	21%	21%	21%

### Lönsamhet

	2021E	2022E	2023E
ROE	18%	57%	54%
ROCE	11%	36%	34%

### Investeringar

	2021E	2022E	2023E
Investeringar	1	1	1
Investeringar/omsättning	0,30%	0,18%	0,17%
Försäljning- och administrationskostnader/omsättning	16,52%	10,20%	9,29%
Varulager/omsättning	0,00%	0,00%	0,00%
Kundfordringar/omsättning	8,85%	6,19%	6,30%
Leverantörsskulder/omsättning	10,03%	6,92%	7,63%
Röreskapital/omsättning	9,15%	10,62%	15,67%
Kapitalomsättningshastighet	2,6	3,4	2,9

### Finansiell ställning

	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld, rapporterad	-35,4	-51,1	-70,1
Soliditet	43%	44%	48%
Skuldsättningsgrad	57%	56%	52%
Nettoskuld/EBITDA	-8,1	-2,2	-2,5

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 fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas 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.

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 <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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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)