



Tourn International

Tourn - Den starka tillväxten fortsätter

Den starka tillväxten fortsätter

Tourns omsättning i Q3'21 blev 32 mkr och växte därmed 76% y/y (18). Tillväxten kom främst från Nagato som växte med 533% drivet av framför allt nya partnerskap och att man rekryterat nya användare via sign-on-bonusar. Den strategin ökar kostnaderna på kort sikt, men ger återkommande mjukvaruintäkter och lönsamheten blir på sikt god. EBITDA blev -1,8 mkr (-4).

Investeringar för tillväxt

Partnerskapen och rekryteringar via sign-on-bonusar tror vi är rätt strategi för att växa nu när man har optimerat organisationen för att skala upp snabbt och växa internationellt. Då det inte särredovisas är det dock svårt att estimeras framöver men vi räknar med att se bra tillväxt och att det speglas i resultatet i början av nästa år. Vi gör vissa estimatförändringar efter en uppdatering av sign-on-bonus-strategin.

Höjer multipel och motiverat värde

I tidigare analys räknade vi med en ROI på 150% på sign-on-bonus-strategin, vilket vi nu har ändrat till 200% efter att ha fått mer information. Det innebär mer ren vinst till bolaget. Vi har under kvartalet också sett en transaktion av en peer i marknaden. Dessa faktorer gör att vi höjt vår multipel på Nagato från 2,5x till 3x EV/Sales. Detta leder till ett högre motiverat värde på 73-77 kr (62-64 kr).

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)				Värde och risk			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	73.0 - 77.0	
EPS, just 21e	-0.39	0.43	-190.6%	Sales, mkr	88	153	284	386	Aktiekurs	SEK53.0
EPS, just 22e	1.71	2.42	-29.2%	Sales Growth	0%	75%	86%	36%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	4.43	2.93	51.0%	EBITDA, mkr	(7.3)	(5.3)	21.3	51		
				EBIT, mkr	(9)	(7)	20	49		
				EPS, justerad	2.5	(0.4)	1.7	4.4		
				EPS tillväxt	0%	nm	nm	158%		
				EK/aktie	1.7	3.1	3.5	8.0		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(9.9)%	(4.4)%	6.9%	12.8%		
				ROE	153.8%	(12.7)%	49.8%	55.3%		
				ROCE	(59.0)%	(9.5)%	30.9%	41.6%		
				EV/Sales	5.1x	2.9x	1.6x	1.2x		
				EV/EBITDA	(61.3)x	(85.0)x	21.1x	8.8x		
				EV/EBIT	(51.8)x	(66.1)x	22.8x	9.1x		
				P/E, justerad	21.1x	(135.7)x	30.9x	12.0x		
				P/EK	31.5x	17.2x	15.0x	6.6x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.2%	5.3%	3.0%	8.0%		
				Nettosk./EBITDA	0.4g	5.2g	(2.0)g	(1.6)g		

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	9m
Börsvärde	464
Nettoskuld	(15)
EV	449
Free float	58%
Daglig handelsvolym, snitt	17(k)

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

henrik.holmer@penser.se



Sammanfattning

Tourn - Den starka tillväxten fortsätter

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 ser stark fortsatt tillväxt komma från Nagato.

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 73-77 kr per aktie. Vår WACC är 11 % och prognosperioden sträcker sig fram till och med år 2025.

Bolagsprofil

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

Q3

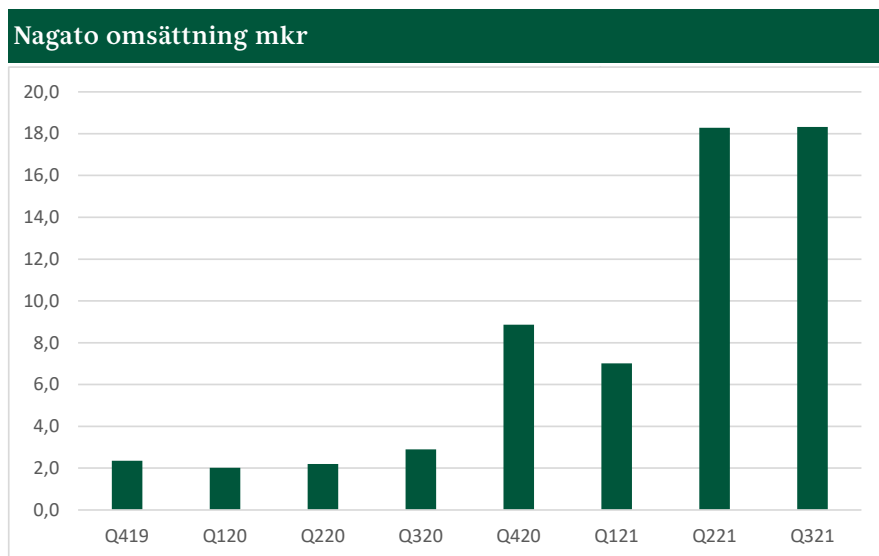
Tourn rapporterade en omsättning för tredje kvartalet på 32 mkr och växte därmed 76% jämfört med samma kvartal förra året (18 mkr). Den starka tillväxten kom främst från Nagato som växte med 533% drivet av framför allt nya partnerskap och att man rekryterat nya användare via upplägget med sign-on-bonusar som man började med i Q2. Detta kommer vi att se ännu mer framöver i takt med att bolaget nu ser bevis på att strategin fungerar. Huvudfokus är fler partnerskap, rekrytera via sign-on-bonusar och gå mot en internationalisering. Nagato har redan idag mer än 90% av sin omsättning utanför Sverige.

Tourn investerar enligt sin plan i tillväxt och med det upplägg man har med sign-on-bonusar är det en kostnad här och nu som kommer tillbaka i form av intäkter löpande framöver. EBITDA-resultatet blev -1,8 mkr jämfört samma kvartal 2020.

Att omsättningen inte är större än för Q2 förklaras av att juli är en säsongsmässigt svag månad när annonsmarknaden har en väldigt låg aktivitet. I antal visningar och antal användare växer Nagato och intäkt per visning stiger från och med september för att bli som starkast i november och december med Black Week och inför julen.

För Agency är Q3 alltid svagt medan Q4 är det starkaste kvartalet även här. Omsättningen är dessutom slagig över kvartalen då mycket handlar om tajmingen av när bokningar läggs in och när de faktureras. Bolaget räknar fortfarande med att 2021 blir ett bättre år än det förra för Agency. Samtidigt noterar vi att Agency blir en mindre del av Tourns totala omsättning i takt med att Nagato växer så snabbt.

De senaste två kvartalen har Tourn testat en fast betalningslösning där youtubern kan ersättas 30 dagar tidigare från Youtube, via Tourn, mot 10% avgift. Mottagandet har varit bra och 50 % av de tillfrågade användarna har varit intresserade av denna lösning. Detta kan bli en bra affär för Tourn som får 10% avkastning på 30 dagar, men då det är kapitalbindande bedömer vi att ett genomförande i större omfattning kommer att dröja.



Nagatos omsättning på en helt ny nivå än tidigare

Analys sign-on-bonus

Förfarandet vid tecknande av en sign-on-bonus är huvudsakligen följande: Tourn erbjuder vissa youtubers exempelvis 100 tkr i ett stöp vid signering, under förutsättning att denne förbinder sig att vara kontrakterad att använda Tourn tills beloppet betalas tillbaka, gånger två, via intäkter. I exemplet skulle Tourn då erhålla 200 tkr under denna tid. Under denna tid kan Tourn dessutom 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 utifrån hur vi har tolkat upplägget. Kontrakten är vidare 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 200%, d.v.s. att youtubern är kontrakterad tills sign-on-bonusen har blivit återbetald till Tourn två gånger.
- Intäkterna är återkommande mjukvaruintäkter som inte driver extra kostnader. Nagato har vuxit kraftigt de senaste kvartalen, men har haft oförändrade personalkostnader vilket 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 och eventuellt använda fler av Tourns tjänster.
- 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 på 15 mkr. Tourn har dessutom innehav i andra noterade bolag som kan avyttras för att resa kapital. Likviditet för att genomföra strategin bör således inte vara ett problem.
- Youtube bedömer vi 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. Det är viktigt att påpeka att eftersom bolaget inte särredovisar sign-on-bonusarna är intäkten svårprognosticerad. Vi kommer att följa och justera detta i samband med varje rapport eller när vi får mer information. Utifrån det vi vet idag om tillväxtstrategin gör vi följande antaganden:

- Vi estimerar konservativt att endast 10 % av youtubers fortsätter att använda Nagato efter att inläsningseffekten har upphört och gör det under åtminstone vår femåriga prognosperiod. Ändringar i dessa antaganden ger en betydande effekt på värderingen eftersom det berör mjukvaruintäkter som genererar ren vinst.
- Vi räknar med att nya sign-on-bonusar de närmaste kvartalen är så pass stora är resultatet hamnar runt noll i den initiala investeringsfasen och sedan låter vi sign-on-bonusarna komma ner successivt.
- Vi estimerar att alla youtubers erhåller 1 års intäkter i sign-on-bonus och att 100% av betalningen sker under kvartalet som avtalet skrivs. Hela beloppet går alltså in som en kostnad direkt.
- Vi estimerar att detta belopp återbetalas till 200% över en tvåårsperiod. Den faktiska tiden som det tar att betala tillbaka investeringen kan dock variera.

- Vi bedömer att Nagato, exklusive sign-on-bonus, kommer att växa med ca 40 % 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

Old estimates	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	172	303	336	371	402
EBITDA	3	27	33	40	46
New estimates	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	153	284	386	397	409
EBITDA	-5	21	51	51	58
Difference	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	-11%	-6%	15%	7%	2%
EBITDA	-276%	-21%	54%	28%	27%

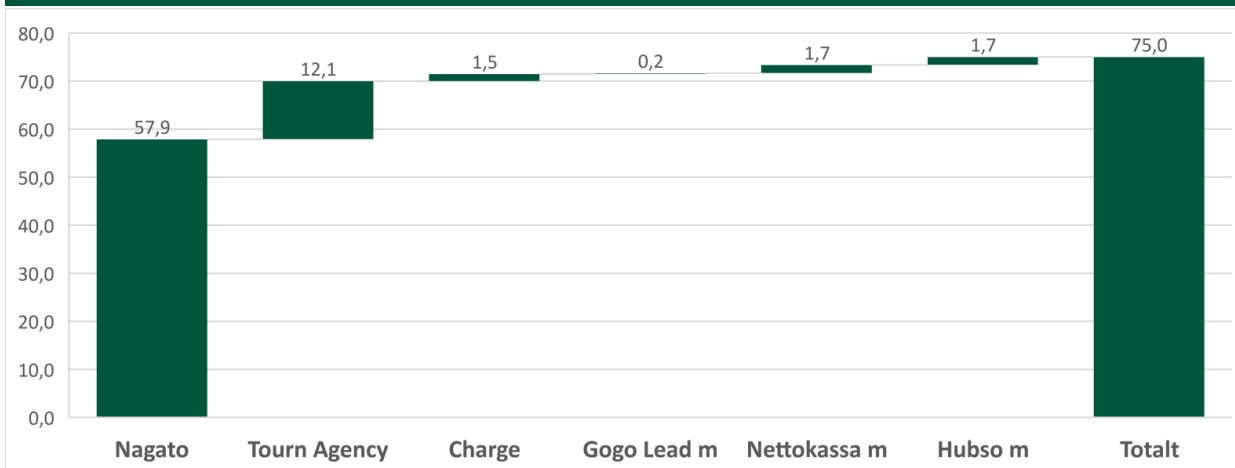
Värdering

Vi har uppdaterat vår SOTP-modell för Tourn med ett nytt motiverat värde om 73-77 kr per aktie. WACC är fortsatt 11 %, vilket reflekterar en hög risk.

Tidigare har vi applicerat en EV/Sales-multipel om 1,5 för Tourn Agency, samt 4 för Charge och 2,5 för Nagato. Vi har då använt multipeln år 2025 och diskonterat tillbaka värdet till idag. Vi ändrar nu vår EV/Sales-multipel till 3x för Nagato.

I tidigare analys räknade vi med att strategin med sign-on-bonusar hade en ROI på 150%, vilket vi nu har ändrat till 200% efter att ha fått mer information. Det innebär mer ren vinst till bolaget. Vi har också under kvartalet sett en transaktion i marknaden där en peer till Tourn köptes till en indikerad värdering om EV/Sales på 4-5x. Dessa faktorer anser vi motiverar en höjning av multipeln för Nagato till 3x.

SOTP-värdering Tourn



Sammanfattningsvis är vi positiva till den nya strategin att rekrytera via sign-on-bonusar. 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 och vi är konservativa i våra estimat och uppdaterar löpande i takt med att vi får mer information. Den starka tillväxten från nya partnerskap tror vi har potential att fortsätta framöver med nya partners.

Vi ser aktien som attraktivt värderad på dagens kursnivåer och ser en ljus framtid för bolaget. Enligt våra estimat ser vi ett EV/EBIT om endast 9x år 2023, trots betydande tillväxt av mjukvaruintäkter och fortsatt marginalexpansion framgent.

Resultaträkning och kassaflödesanalys

Resultaträkning

	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	88	153	284	386
Övriga intäkter	4	3	2	2
Kostnad sålda varor	57	131	227	292
Bruttovinst	34	25	59	95
Personalkostnader	28	26	27	32
Övriga externa kostnader	28	7	10	13
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	-7	-5	21	51
Avskrivningar	1	2	2	2
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-9	-7	20	49
Extraordinära Poster	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	-9	-7	20	49
Finansiella poster	31	3	0	0
Resultat före skatt	23	-3	20	49
Skatter	0	0	4	11
Nettoresultat Rapporterat	23	-3	15	39
Nettoresultat (just)	23	-3	15	39

Kassaflödesanalys

	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	-16	-3	15	39
Icke kassaflödespåverkande poster	1	-1	0	0
Förändringar i rörelsekapital	11	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4	-4	15	38
Investeringar	0	1	1	1
Avyttringar	0	30	0	0
Fritt Kassaflöde	-4	25	14	37
Utdelningar	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0
Kassaflöde	-4	25	14	37
Nettoskuld (just)	-3	-28	-42	-79

Balansräkning

Balansräkning

	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR				
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
Summa anläggningstillgångar	44	13	13	13
Varulager	0	0	0	0
Kundfordringar	14	15	17	23
Övriga omsättningstillgångar	1	1	1	1
Likvida medel	3	26	40	77
Summa omsättningstillgångar	18	42	58	101
SUMMA TILLGÅNGAR	61	55	71	114
Eget Kapital och skulder				
Eget Kapital	15	27	31	70
Minoritetsintressen	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	15	27	31	70
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
Summa Långfristiga skulder	0	0	0	0
Kortfristiga finansiella skulder	21	0	0	0
Leverantörsskulder	8	9	19	23
Skatteskulder	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	18	19	21	21
Summa kortfristiga skulder	47	28	40	44
Summa Eget Kapital och skulder	61	55	71	114

Nyckeltal

Värdering

	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	-135,7	30,0	12,0
P/EK	17,2	15,0	6,6
P/FCF	18,9	33,0	12,4
Direktavkastning	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%
EV/Sales	2,9	1,6	1,2
EV/EBITDA	-85,0	21,1	8,8
EV/EBIT	-66,1	22,8	9,1

Tillväxt och marginaler

	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	75%	86%	36%
EBIT, tillväxt	-22%	-389%	151%
EPS just, tillväxt	-115%	-552%	151%
EBITDA-marginal	-3%	7%	13%
EBIT-marginal	-4%	7%	13%
Skattesats	21%	21%	21%

Lönsamhet

	2021E	2022E	2023E
ROE	-13%	50%	55%
ROCE	-9%	31%	42%

Investeringar

	2021E	2022E	2023E
Investeringar	1	1	1
Investeringar/omsättning	0,65%	0,35%	0,26%
Försäljning- och administrationskostnader/omsättning	4,65%	3,59%	3,24%
Varulager/omsättning	0,00%	0,00%	0,00%
Kundfordringar/omsättning	9,80%	5,99%	5,97%
Leverantörsskulder/omsättning	5,88%	6,69%	5,97%
Röreskapital/omsättning	9,22%	6,37%	14,90%
Kapitalomsättningshastighet	2,8	4,0	3,4

Finansiell ställning

	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld, rapporterad	-27,6	-41,6	-78,9
Soliditet	49%	44%	61%
Skuldsättningsgrad	51%	56%	39%
Nettoskuld/EBITDA	5,2	-2,0	-1,6

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 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.

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