



Tourn International

Tourn - Rustat för stark tillväxt och balanserad lönsamhet

NAGATO växte 300% 2021

Tourns omsättning i Q4'21 blev 41 mkr och växte därmed 34% y/y. Omsättningen för 2021 blev 129 mkr, 15% lägre än våra estimat då vissa kampanjer inom Agency flyttats till '22 och våra estimat för sign-on-rekrytering räknade med en snabbare tillväxt. EBITDA blev -6 mkr, i linje med att bolaget tidigare sagt att man investerar för tillväxt via sign-on-rekrytering som innebär en kostnad i början men stora intäkter framöver.

Rustat 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. Den nypåfyllda kassan ger förutsättningar att fortsätta Tourns tillväxstsatsningar. Vi ser positivt på satsningen internationellt och inom nya segment för Agency. Vi gör vissa estimatförändringar efter en uppdatering av sign-on-bonus-strategin.

Uppdaterar estimaten

Efter en genomgång av sign-on-rekryteringen och ny information i samband med Q4 har vi gjort vissa justeringar av estimaten. Tourn har möjlighet att själva styra vilken takt de vill rekrytera via sign-on-bonusar och på så sätt kontrollera tillväxttakten och lönsamheten. Vi ser ett motiverat värde på 64-70 kr i vår SOTP-värdering för prognosåret 2025.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	64.0 - 70.0	
EPS, justerad 22e	0.5	1.7	-68.6%	Omsättning, mkr	129	208	282	355	Aktiekurs	SEK25.0
EPS, justerad 23e	1.8	4.4	-58.2%	Tillväxt	47%	61%	35%	26%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	3.1	3.1	0.0%	EBITDA, mkr	(5.6)	8.7	24.5	40		
				EBIT, mkr	(7)	7	23	39		
				EPS, justerad	(0.6)	0.5	1.8	3.1		
				EPS tillväxt	nm	nm	243%	69%		
				EK/aktie	7.0	7.6	9.4	12.5		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(5.5)%	3.4%	8.1%	10.9%		
				ROE (%)	(8.8)%	7.5%	19.6%	24.9%		
				ROCE	(7.0)%	6.0%	15.4%	19.7%		
				EV/Sales	1.4x	0.9x	0.7x	0.5x		
				EV/EBITDA	(33.2)x	21.4x	7.6x	4.6x		
				EV/EBIT	(26.3)x	26.2x	8.1x	4.8x		
				P/E, justerad	(40.4)x	46.4x	13.5x	8.0x		
				P/EK	3.6x	3.3x	2.7x	2.0x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	1.9%	0.0%	5.8%	11.3%		
				Nettosk./EBITDA	12.0g	(7.7)g	(3.3)g	(2.6)g		

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

henrik.holmer@penser.se

Kommande händelser

Q1 rapport	12 maj 2022
Q2 rapport	18 aug 2022
Q3 rapport	15 nov 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	10m
Börsvärde	244
Nettoskuld	(59)
EV	185
Free float	58%
Daglig handelsvolym, snitt	17(k)



Sammanfattning

Tourn - Rustat för stark tillväxt och balanserad lönsamhet

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 videoskapare 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 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 och vi ser partnerskap som en tillväxt drivare framöver för framförallt Tourns Youtube-del NAGATO.

Partner till Youtube

Youtubes annonsintäkter har mer än 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. Sedan mitten av 2021 har NAGATO börjat accelerera tillväxten genom att rekrytera youtubers via sign-on-bonusar. Detta innebär att NAGATO kan styra över hur snabbt de växer och väga detta mot lönsamhet. 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 64-70 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/>

Kommentar kvartal 4 och helåret 2021

Tourn rapporterade en omsättning för Q4 på 41 mkr och växte därmed 34% jämfört med samma kvartal förra året. För helåret 2021 växte omsättningen 47% och landade på 129 mkr vilket var 15% lägre än våra estimat. En del av detta förklaras av slagigheten i Tourn Agency, där en del kampanjer flyttades fram in i 2022 p g a den ökade smittan av covid-19 i slutet av året. Redan vid årsskiftet har dock Agency bokade kampanjer för 45 mkr för 2022, vilket båd gott med tanke på att Agency omsatte 62 mkr under hela 2021. En annan förklaring till att våra försäljningsestimater låg för högt var att vi hade estimerat en snabbare effekt från den rekrytering via sign-on-bonusar som NAGATO börjat använda sig av för att accelerera tillväxten av Youtube-profiler. I denna analys uppdaterar vi vårt angreppssätt för hur detta beräknas och ser fram emot att få mer detaljerad rapportering kring detta från bolaget vid nästa kvartalsrapport. NAGATO har under året vuxit med hela 300% drivet av nya partnerskap och rekrytering via sign-on-bonusar. EBITDA exklusive intresseföretag blev -6 mkr vilket var i linje med att bolaget tidigare kommunicerat att man investerar för tillväxt via rekryteringsupplägget som innebär en kostnad i början vilket sedan kommer tillbaka i form av intäkter löpande framöver. Det var också helt i linje med våra estimat. Tourn kan styra hur snabbt de vill växa och gör en avvägning när de vill börja koppla på vinst och då minska ner på investeringarna. I samband med rapporten kommunicerar bolaget att man fokuserar på tillväxt men med en balanserad lönsamhet och vi räknar med ett successivt växande positivt resultat under 2022.

Tourn Agency

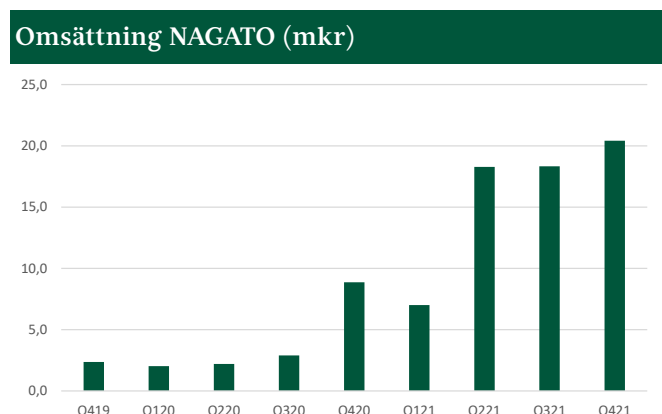
Tourns starka tillväxt för 2021 kom från satsningar på NAGATO medan Agency omsatte marginellt mer än förra året. För 2022 planeras en expansion för Agency både geografiskt och via nya segment. Tack vare Tourns internationella expansion för NAGATO och med all data bolaget har finns goda förutsättningar att utnyttja den plattformen för att expandera Agency i främst USA och engelskspråkiga länder. När det gäller segment är Agency redan idag ledande inom fashion och beauty och ser goda möjligheter att expandera detta in till fler segment. Exempel på sådana skulle kunna vara mer traditionellt manliga segment som sport och esport. Vi ser positivt på denna tillväxstsatsning för Agency.

Fast payment

De senaste kvartalen har Tourn testat en fast payment-lösning där youtubern kan ersättas 30 dagar tidigare från Youtube, via NAGATO, mot 10% avgift. Mottagandet har varit bra och från och med Q1 kommer detta att erbjudas till alla användare. Detta är en väldigt bra affär för Tourn som får 10% avkastning på 30 dagar och ett effektivt sätt att använda det nya kapital som bolaget har.

Mer fokus på information till aktiemarknaden

I samband med rapporten kommunicerade också bolaget att man avser bli mer förklarande och transparent gentemot aktieägarna. Detta via tydligare rapportering, mer aktieträffar samt att man har förstärkt på IR-sidan. Detta tycker vi är välkommet då affärsmodellen har varit snabbt föränderlig och bitvis svårförstådd för aktiemarknaden.



Bolaget, EPB

Nagatos omsättning på en helt ny nivå än tidigare

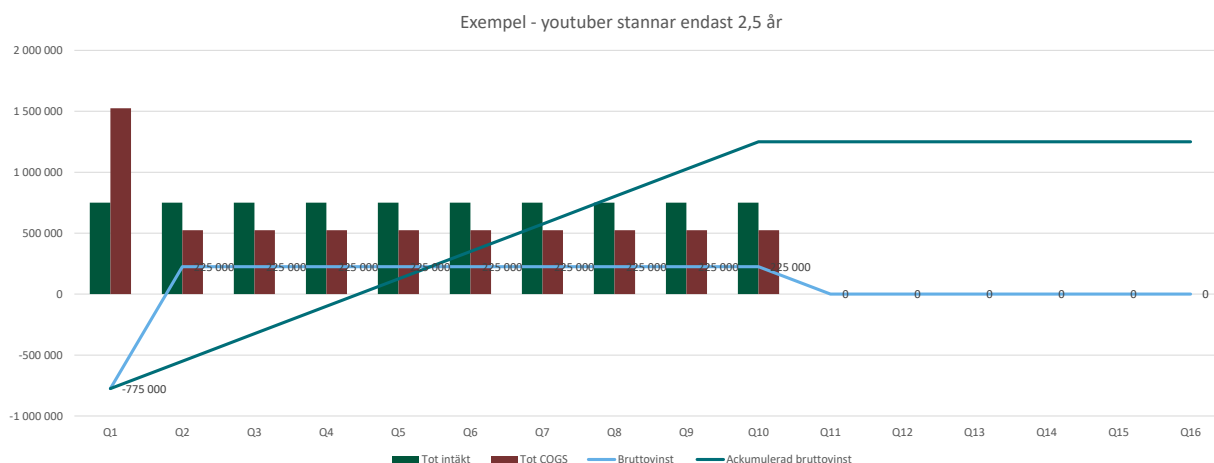
Analys sign-on-bonus

Förfarandet vid tecknande av en sign-on-bonus är huvudsakligen följande: NAGATO erbjuder vissa youtubers en sign-on-bonus vid signering, under förutsättning att denne förbinder sig att vara kontrakterad att använda NAGATO i 2-3 år. Under denna tid kan NAGATO dessutom erhålla ytterligare intäkter från tilläggstjänster. Youtubern kan även fortsätta som vanlig kund efter att den initiala avtalstiden har upphört. Kontrakten är utformade så att ett avtal aldrig ska innebära en nettoförlust för NAGATO och alltid ska ge tillbaka minst 2 gånger investeringen. NAGATO är en partner till Youtube och erhåller betalningen från Youtube före youtubern. Vi bedömer därför risken som mycket låg att NAGATO inte erhåller det avtalade beloppet.

Exempel:

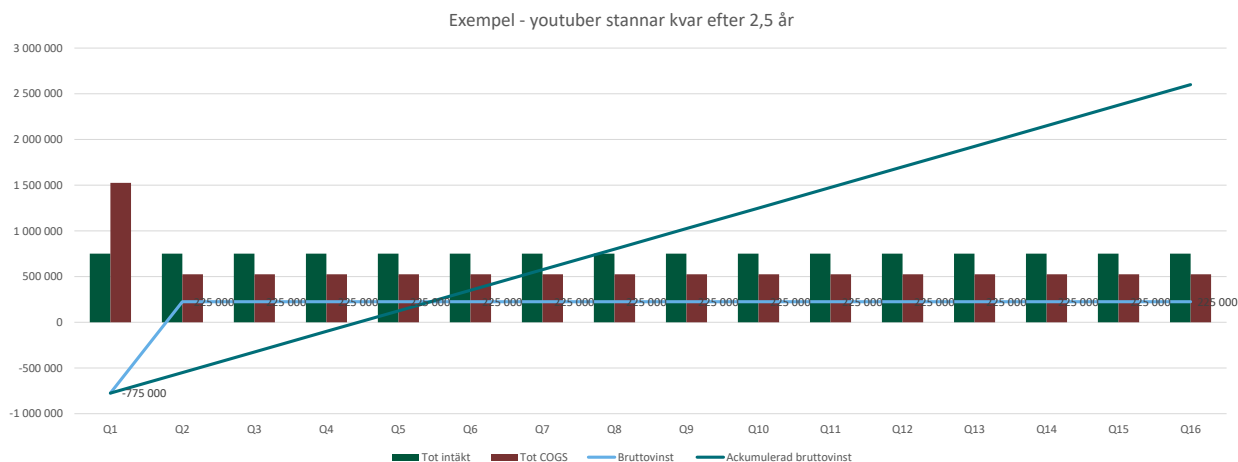
Antag att en youtuber omsätter 3 mkr om året. NAGATO erbjuder youtubern en sign-on-bonus på 1 mkr under förutsättning att denne förbinder sig att vara kontrakterad att använda NAGATO i 2-3 år. Sign-on-bonusen betalas på en gång och går upp som kostnad (COGS) i form av Inköp av tjänst. Youtubers årliga intäkt på ca 3 mkr (750 tkr per kvartal) flödar genom NAGATOs system som intäkt. NAGATO har i snitt 30% bruttomarginal vilket ger COGS på 525 tkr per kvartal och en bruttovinst på 225 tkr per kvartal. När ett år har gått är sign-on-bonusen tillbakabetalad och youtubern genererar 225 tkr per kvartal i bruttovinst till NAGATO. Efter ca 2,5 år kan youtubern välja att lämna NAGATO eller stanna kvar. Lämna youtubern direkt efter avtalstiden har denne bidragit till 1,250 mkr i ren bruttovinst till NAGATO. Väljer youtubern att stanna kvar fortsätter det att rulla in 225 tkr i bruttovinst till NAGATO varje kvartal.

Exempel - Youtuber (kr)



EPB

Exempel - Youtuber (kr)



EPB

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 att alla youtubers erhåller 1/3 av en årsomsättning i sign-on-bonus och att 100% av betalningen sker under kvartalet som avtalet skrivs. Hela beloppet går alltså in som en kostnad direkt.
- Då det kan vara viss fördröjning innan youtubern kommer in till NAGATO har vi estimerat att det tar ett halvt kvartal innan intäkterna börjar flöda genom NAGATO.
- Vi räknar med en bruttomarginal på 30% på de intäkter som youtubern genererar
- Vi estimerar att youtubern är låst i 2,5 år och att därefter endast 30% av youtubers fortsätter att använda NAGATO efter att inlåsnings-effekten har upphört och gör det under åtminstone vår fyraåriga prognosperiod. Detta anser vi vara konservativt.
- Vi estimerar att storleken på sign-on-investeringar kommer att ligga på 5 mkr per kvartal under vår prognosperiod. Detta innebär initialt ett resultat nära noll och som sedan förbättras varje kvartal. Sign-on-bonusarna kan finansieras med de ca 50 mkr som TOURN tog in i december och sedan med kassaflöde. Här ligger största risken i våra prognoser då denna nivå påverkar omsättnings- och resultatestimater kraftigt beroende på vilket belopp vi antar. Vi kommer att uppdatera dessa prognoser löpande i takt med att vi får mer information.
- Vi vet inte vad sign-on-bonusen legat på de senaste kvartalerna men våra bedömningar är Q2'21: 600 tkr, Q3 '21: 2 mkr och Q4'21: 5 mkr.
- Vi estimerar att NAGATO exkl sign-on-bonusar växer 21% 2022 och därefter 5% per år vilket vi anser vara konservativt.

Med dessa antaganden syns effekterna från sign-on-bonusar isolerat nedan from Q2 '21 till Q1 25':

Sign-on-bonusar - effekter (kr)



EPB

NAGATO har visat att de kan skala omsättningen ordentligt utan att kostnaderna ökar. Vi räknar därför endast med marginella kostnadsökningar framöver.

Vi har även tagit upp våra estimat för Tourn Agency, dels pga kampanjer som sköts framåt in i 2022, dels tack vare den nya tillväxtstrategin som bolaget kommunicerade i samband med Q4-rapporten. Vi räknar med att Agency växer 20% 2022, 18% 2023 och därefter 10% per år.

Sammanfattningsvis är vi positiva till 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. Tourn kan styra hur snabbt de vill växa och gör en avvägning när de vill börja koppla på vinst och då minska ner på investeringarna. Nedsidan är framför allt 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.

Estimatförändringar

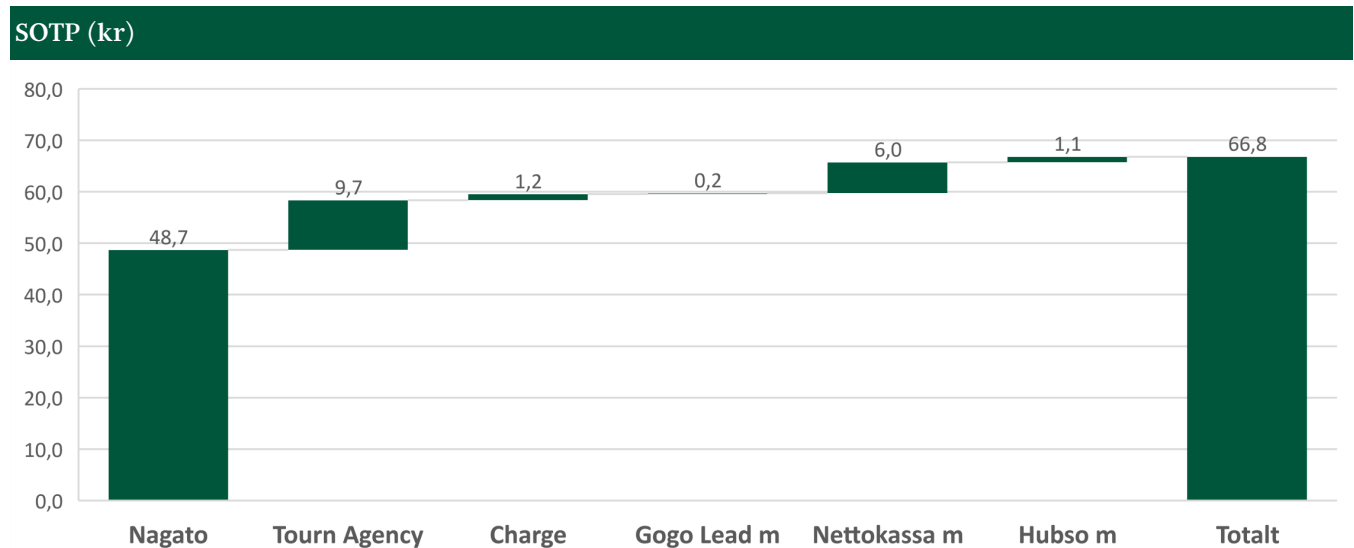
Old estimates	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	283	385	396	408
EBITDA	21	51	51	58
New estimates	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	208	282	355	378
EBITDA	9	25	40	43
Difference	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	-27%	-27%	-10%	-8%
EBITDA	-59%	-52%	-21%	-26%

EPB

Värdering

Vi har uppdaterat vår SOTP-modell för Tourn med ett motiverat värde om 64-70 kr per aktie. WACC är fortsatt 11% vilket reflekterar en hög risk.

Vi applicerar en EV/Sales-multipel om 1,5x för Tourn Agency, 3x för NAGATO samt 4x för Charge baserat på affärsmodell och marknadsvärderingar. Vi använder multipeln år 2025 och diskonterar tillbaka värdet till idag.



EPB

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 7x och en EV/Sales om 0,6x år 2023, trots betydande tillväxt av mjukvaruintäkter och fortsatt marginalexpansion framgent.

Som stöd till vår SOTP-värdering har vi en DCF-värdering som ger ett värde på 55 kr.

DCF				Känslighetsanalys	
DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA				Sensitivity analysis	
Valuation output				WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	290			Risk free nominal rate	0,4%
PV of terminal value (perpetuity formula)	183			Risk premium	7,0%
Enterprise value	473			Extra risk premium	3,0%
Latest net debt	-59			Beta	1,2
Minority interests & other	0			Cost of equity	12,4%
Equity value	532			Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	10			Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	55			Target debt/(debt + equity)	14%
				WACC	11,0%
Implicit multipl.				Terminal value assumptions	
EV/Sales	2,3	1,7	1,3	Long term growth rate	3,0%
EV/EBITDA	54,6	19,3	11,7	Long term EBIT margin	12,0%
EV/EBIT	46,1	18,1	11,3	Depreciation (% of sales)	2,0%
EV/NOPLAT	59,1	23,2	14,5	Capex (% of sales)	2,0%
P/E				Working cap. (% of sales)	-2,6%
ROIC/WACC				Tax rate	22%
Current Share price			22,9		

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	10,0%	57	59	62	64	68
	10,5%	54	56	58	60	63
	11,0%	51	53	55	56	59
	11,5%	49	50	52	53	55
	12,0%	46	48	49	50	52
		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	10,0%	48	55	62	68	75
	10,5%	46	52	58	64	70
	11,0%	44	49	55	60	65
	11,5%	42	47	52	57	62
	12,0%	40	44	49	53	58

EPB

EPB

Aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Robin Stenman	17,4%	17,4%
Thomas Jansson	15,6%	15,6%
Erik Selin	5,5%	5,5%
New Equity	4,8%	4,8%
Övriga	56,7%	56,7%
Ordförande	Gustaf Kellner	
Verkställande direktör	Robin Stenman	
Finansdirektör	Johanna Forsberg	
Investerarkontakt	-	
Hemsida	tourn.com	

Holdings, EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	88	129	208	282	355	378
Övriga intäkter	4	3	2	2	2	0
Kostnad sålda varor	57	106	164	214	265	280
Bruttovinst	34	25	46	69	92	97
Personalkostnader	28	26	28	32	35	35
Övriga externa kostnader	28	7	10	13	17	20
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	-7	-6	9	25	40	43
Avskrivningar	1	1	2	2	2	0
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-9	-7	7	23	39	43
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	-9	-7	7	23	39	43
Finansiella poster	31	1	0	0	0	0
Resultat före skatt	23	-6	7	23	39	43
Skatter	0	0	2	5	8	9
Nettoresultat Rapporterat	23	-6	6	18	30	34
Nettoresultat (just)	23	-6	6	18	30	34

EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat Rapporterat	-16	-6	6	18	30	34
Icke kassaflödespåverkande poster	1	-1	0	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	11	-1	-4	-4	-4	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4	-8	1	14	26	33
Investeringar	0	4	1	1	1	1
Avyttringar	0	16	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	-4	4	0	13	25	32
Utdelningar	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	60	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-4	64	0	13	25	32
Nettoskuld (just)	-3	-67	-67	-80	-105	-137

EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	11	12	12	12	12	12
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	32	16	16	16	16	16
Övriga anläggningstillgångar	1	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	44	29	29	29	29	29
Varulager	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	14	18	29	39	50	53
Övriga omsättningstillgångar	1	2	1	1	1	3
Likvida medel	3	59	59	72	97	129
Summa omsättningstillgångar	18	79	89	112	148	184
SUMMA TILLGÅNGAR	61	108	118	141	177	213
Eget Kapital och skulder						
Eget Kapital	15	68	74	92	122	156
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	15	68	74	92	122	156
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga finansiella skulder	21	6	0	0	0	0
Leverantörsskulder	8	12	19	25	32	34
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	18	22	25	24	23	23
Summa kortfristiga skulder	47	40	44	49	55	57
Summa Eget Kapital och skulder	61	108	118	141	177	213

EPB

Nyckeltal

Värdering

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-37,0	40,2	12,4	7,3	6,6
P/EK	3,3	3,0	2,4	1,8	1,4
P/FCF	51,9	3435,6	17,3	8,8	7,1
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	1,3	0,8	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	-29,5	19,0	6,7	4,1	3,8
EV/EBIT	-23,4	23,3	7,2	4,3	3,8

Tillväxt och marginaler

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt	47%	61%	35%	26%	6%
EBIT, tillväxt	nm	nm	225%	69%	11%
EPS just, tillväxt	nm	nm	225%	69%	11%
EBITDA-marginal	-4%	4%	9%	11%	11%
EBIT-marginal	-5%	3%	8%	11%	11%
Skattesats	21%	21%	21%	21%	21%

Lönsamhet

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	-9%	8%	20%	25%	22%
ROCE	-7%	6%	15%	20%	18%

Investeringar

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Investeringar	4	1	1	1	1
Investeringar/omsättning	2,95%	0,48%	0,35%	0,28%	0,26%
Försäljning- och administrationskostnader/omsättning	5,06%	4,90%	4,70%	4,85%	5,25%
Varulager/omsättning	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kundfordringar/omsättning	14,15%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Leverantörsskulder/omsättning	9,26%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Röreskapital/omsättning	30,45%	21,67%	22,25%	26,10%	33,74%
Kapitalomsättningshastighet	1,2	1,8	2,0	2,0	1,8

EPB

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 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 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