



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Konsumenttjänster | Sverige | 19 Augusti 2022

Tourn International

Fortsatt internationell expansion men svagare annonsmarknad

Tuffare omvärld tynger annonsmarknaden


Totala intäkter för Q2 var 33 mkr, vilket var 8% lägre y/y. Q2 har varit tufft för många företag med exponering mot konsument- och annonsmarknaden och annonsintäkt per visning på Youtube har kommit ner. Samtidigt växer antal kunder och visningar vilket kompenserar. Influencer marketing står sig bra mot traditionell annonsmarknad. EBITDA var -2 mkr, vilket rimmar med att bolaget sagt att de ska ligga nära 0.

Fortsatt tillväxt framöver

Tillväxtstrategin att rekrytera via sign-on-bonusar och förvärv av Youtube-kanaler löper på och bäddar för fortsatt tillväxt. Insålda kampanjer för Agency överstiger redan förra årets nivå för helåret. Ett nytt samarbete annonseras via ett joint venture med Atlantic Swiss som är ett ledande family office för några av de största stjärnorna inom bl.a. musik och film. På så vis får Tourn in superkändisar på sin plattform.

Justerar ner estimat

Vi gör vissa nedjusteringar av prognoserna för att spegla det osäkra läget på annonsmarknaden. Våra estimat är konservativa och ligger betydligt under Tourns egna långsiktiga mål för försäljning. Vi sänker vårt motiverade värde till 55-61 kr (64-70) i vår SOTP-värdering för prognosåret 2025 vilket dock ger en stor uppsida på ca 180%.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk				
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	55.0 - 61.0			
EPS, justerad 22e				-1	0.6	-271.6%	Omsättning, mkr	129	174	261	330	Aktiekurs	SEK20.3
EPS, justerad 23e				1.4	2.1	-30.2%	Tillväxt	47%	35%	50%	26%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e				2.6	3.4	-21.5%	EBITDA, mkr	(5.6)	0.8	19.4	34	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
							EBIT, mkr	(7)	(1)	18	33		
							EPS, justerad	(0.6)	(1.0)	1.4	2.6		
							EPS tillväxt	nm	nm	(245)%	84%		
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3-rapport18 nov 2022</div> <div>Q4-rapport16 feb 2023</div> <div>Q1-rapport11 maj 2023</div>							EK/aktie	7.0	6.3	7.7	10.3	<div>Analytiker</div> <div>henrik.holmer@penser.se</div>	
							Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
							EBIT-marginal	(5.5)%	(0.5)%	6.8%	9.9%		
							ROE (%)	(8.8)%	(11.6)%	18.6%	25.4%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier10m</div> <div>Börsvärde198</div> <div>Nettoskuld(48)</div> <div>EV150</div> <div>Free float62%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt17(k)</div>							ROCE	(7.0)%	(9.3)%	14.2%	19.7%		
							EV/Sales	1.2x	0.9x	0.6x	0.5x		
							EV/EBITDA	(26.8)x	192.6x	7.7x	4.4x		
							EV/EBIT	(21.2)x	(173.5)x	8.4x	4.6x		
							P/E, justerad	(32.8)x	(20.4)x	14.1x	7.7x		
							P/EK	2.9x	3.2x	2.6x	2.0x		
							Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
							FCF yield	2.2%	(5.6)%	4.1%	10.4%		
							Nettosk./EBITDA	10.5g	(61.0)g	(2.9)g	(2.2)g		



Sammanfattning

Fortsatt internationell expansion men svagare annonsmarknad

Investment Case

Tourns kärnverksamhet består av två delar. Den ena är en agentur för influencers där de 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 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 55-61 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 andra kvartalet

Tourns totala intäkter för Q2 var 33 mkr, vilket var 8% lägre y/y. Q2 har varit tufft för många företag som har exponering mot konsument- och annonsmarknaden. Det första som händer när världen är orolig är att företagen drar ner på annonskostnader, vilket har gjort att annonsintäkt per visning på Youtube kommit ner under kvartalet. Med tanke på detta visar Tourns affärsmodell på motståndskraft och fler kunder och antal visningar kompenserar upp detta till stor del. Tourns Youtube-plattform NAGATO hade intäkter som var 17 mkr, vilket var 9% lägre y/y. Tourns influencerbyrå Tourn Agency hade lägre bokningar under kvartalet och intäkterna var 15 mkr, vilket var 14% lägre y/y. Inom Agency fördelas kampanjer ut över året och vi vet redan att insålda kampanjer överstiger förra årets nivåer för helåret, vilket kommer innebära fortsatt tillväxt.

Tourn har fortsatt sin tillväxtstrategi att rekrytera via sign-on-bonusar och förvärva Youtube-kanaler och viktigt är att antal kunder och visningar ökar, även om intäkt per visning kommit ner. EBITDA var -2 mkr, vilket är i linje med att bolaget sagt att de ska ligga nära 0 i resultat. Vi tror att vi kommer att EBITDA-resultatet kommer att vara marginellt positivt i slutet av året, då bolaget själva kan styra resultatet beroende på hur mycket de investerar i tillväxt och att det ger ett signalvärde till marknaden att ha ett positivt resultat.

När det gäller influencer marketing står sig den relativt bra jämfört med den traditionella annonsmarknaden. Det är fortfarande väldigt billigt att jobba med influencers och så länge det är så bör det finnas god efterfrågan och priserna på sikt att komma upp.

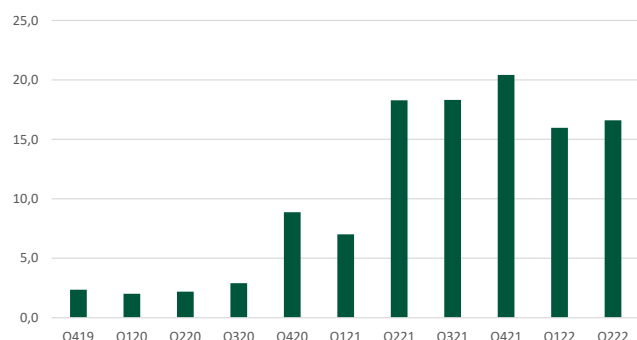
Nytt partnerskap accelererar den internationella expansionen

I början av året kommunicerade Tourn att bolaget hade ambitioner att få in internationella superstjärnor i sitt nätverk och idag annonserades ett viktigt steg i denna riktning i och med att Tourn startar ett joint venture med Atlantic Swiss. När det gäller engelskspråkiga superkändisar är det en svårslagen partner, då Atlantic är en av de största inom wealth management och family office för ca 600 av de största profilerna inom film, musik, TV och sport. Många av de stora profilerna ligger fortfarande efter när det gäller att tjäna pengar via sociala medier och syftet med det nya bolaget, som kommer att heta Tourn ASA, är att skräddarsy projekt för kändisar genom att använda Tourns tjänster. Detta blir ett bevis på att Tourns plattform fungerar för såväl de små, medelstora och de största och Tourns potentiella marknad är då hela marknaden.

Estimatförändringar

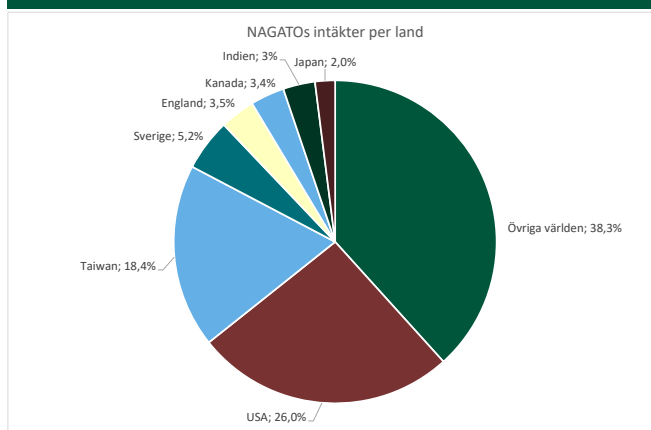
För att återspegla den svagare annonsmarknaden justerar vi ner försäljningsestimaten för NAGATO och även något för Agency för 2022. Vi tar även ner tillväxttakten något för 2023 och 2024 för NAGATO. Tourn har en stark kassaposition på 48 mkr och vi behåller antagandet att Tourn investerar i snitt 5 mkr per kvartal för att rekrytera via sign-on-bonus, vilket får stor hävstång på försäljningstillväxten framöver. Det kan noteras att våra försäljningsestimat för 2025 ligger på 351 mkr, vilket är betydligt mer konservativt än bolagets nyligen kommunicerade mål att omsätta +500 mkr 2025. På EBIT-nivå och därmed vidare EPS-nivå kommer estimaten ner än mer pga en nedskrivning av HUBSO. Tourn har sedan förra kvartalet avyttrat mer än hälften av sina aktier i HUBSO.

Omsättning NAGATO



EPB, Bolaget

NAGATOs intäkter per land



EPB, Bolaget

Estimatförändringar

Old estimates	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	208	290	364	387
EBITDA	10	27	43	46
New estimates	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	174	261	330	351
EBITDA	1	19	34	37
Difference	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	-16%	-10%	-9%	-9%
EBITDA	-92%	-28%	-21%	-21%

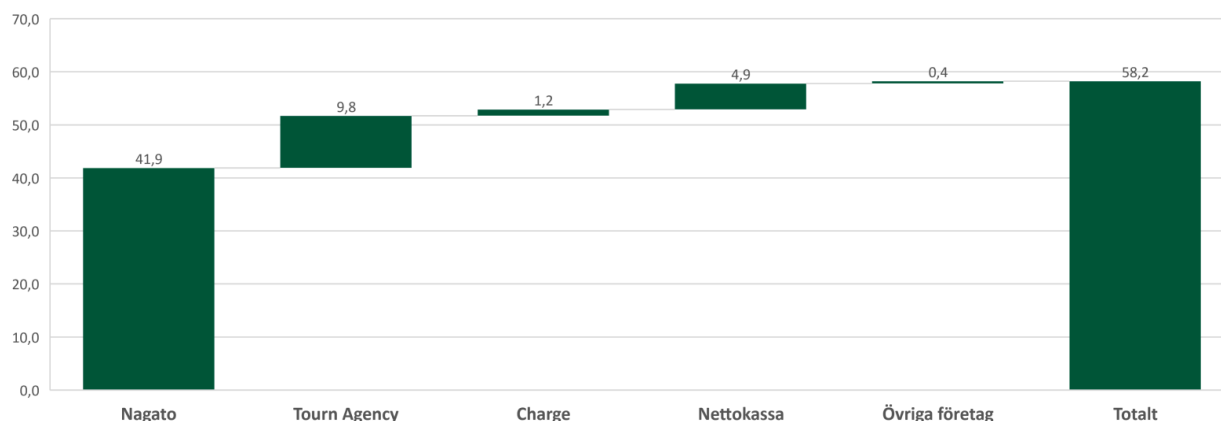
EPB

Värdering

Vi har uppdaterat vår SOTP-modell för Tourn med ett motiverat värde om 55-61 kr per aktie. WACC är fortsatt 11% vilket reflekterar en hög risk.

Vi applicerar en EV/Sales-multipel om 1,5x för Tourn Agency, 2,5x för NAGATO baserat på affärsmodell och marknadsvärderingar. Multipeln för NAGATO var tidigare 3x och vi väljer nu en mer konservativ multipel baserat på osäkerheten på aktiemarknaden. Vi använder multipeln år 2025 och diskonterar tillbaka värdet till idag.

SOTP-värdering



EPB

Vi ser aktien som attraktivt värderad på dagens kursnivåer och ser en ljus framtid för bolaget. Enligt våra estimat ser vi ett EV/EBITA om endast 7,8x 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 51 kr.

DCF

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			274
PV of terminal value (perpetuity formula)			178
Enterprise value			452
Latest net debt		-48	
Minority interests & other		0	
Equity value		500	
No. of shares outstanding (millions)		10	
Equity value per share (SEK)		51	

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	2,6	1,7	1,4
EV/EBITDA	581,6	23,3	13,2
EV/EBIT	187,0	21,5	12,6
EV/NOPLAT	239,8	27,6	16,1
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			20

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	3,0%
Beta	1,5
Cost of equity	15,3%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	33%
WACC	11,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	12,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Känslighetsanalys

Sensitivity analysis	
Long-term growth rate	
WACC	2,0% 2,5% 3,0% 3,5% 4,0%
10,0%	54 56 58 61 64
10,5%	51 52 54 57 59
11,0%	48 50 51 53 55
11,5%	46 47 48 50 52
12,0%	43 45 46 47 49
Long-term EBIT margin	
WACC	7,0% 9,5% 12,0% 14,5% 17,0%
10,0%	45 51 58 65 71
10,5%	43 48 54 60 66
11,0%	41 46 51 57 62
11,5%	39 44 48 53 58
12,0%	37 41 46 50 55

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	4,9%	4,9%
Övriga	56,5%	56,5%
Ordförande		Gustaf Kellner
Verkställande direktör		Robin Stenman
Finansdirektör		Johanna Forsberg
Investerarkontakt		-
Hemsida		tourn.com

Motiverat värde och aktiekurs



Holdings

EPB, Factset

Resultaträkning

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	88	129	174	261	330	351
Övriga intäkter	4	3	2	2	2	0
Kostnad sålda varor	57	106	140	200	247	261
Bruttovinst	34	25	36	63	85	89
Personalkostnader	28	26	27	32	35	35
Övriga externa kostnader	28	7	9	12	16	18
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	-7	-6	1	19	34	37
Avskrivningar	1	1	2	2	2	0
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-9	-7	-1	18	33	37
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	-9	-7	-1	18	33	37
Finansiella poster	31	1	-8	0	0	0
Resultat före skatt	23	-6	-9	18	33	37
Skatter	0	0	-2	4	7	8
Nettoresultat Rapporterat	23	-6	-7	14	26	29
Nettoresultat (just)	23	-6	-7	14	26	29

EPB

Kassaflödesanalys

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat Rapporterat	-16	-6	-7	14	26	29
Icke kassaflödespåverkande poster	1	-1	-1	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	11	-0,8	-2	-4	-3	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4	-8	-10	9	22	28
Investeringar	0	4	1	1	1	1
Avyttringar	0	16	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	-4	4	-11	8	21	27
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	-11	8	21	27
Nettoskuld (just)	-3	-59	-47	-56	-76	-103

EPB

Balansräkning

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	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	44	29	30	30	30	30
Varulager	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	14	18	24	37	46	49
Övriga omsättningstillgångar	1	2	0	1	1	2
Likvida medel	3	59	47	56	76	103
Summa omsättningstillgångar	18	79	72	93	124	154
SUMMA TILLGÅNGAR	61	108	102	123	154	184
Eget Kapital och skulder						
Eget Kapital	15	68	61	75	101	130
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	15	68	61	75	101	130
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	16	24	30	32
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	18	22	25	24	23	23
Summa kortfristiga skulder	47	40	41	48	53	55
Summa Eget Kapital och skulder	61	108	102	123	154	184

EPB

Värdering

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-33,2	-28,1	14,3	7,8	6,9
P/EK	2,9	3,3	2,7	2,0	1,5
P/FCF	46,5	-17,9	24,3	9,6	7,5
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	1,2	0,9	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	-27,2	195,7	7,8	4,4	4,1
EV/EBIT	-21,5	-176,3	8,5	4,7	4,1

Tillväxt och marginaler

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt	47%	35%	50%	26%	6%
EBIT, tillväxt	nm	nm	-2164%	84%	12%
EPS just, tillväxt	nm	nm	-296%	84%	12%
EBITDA-marginal	-4%	0%	7%	10%	10%
EBIT-marginal	-5%	0%	7%	10%	10%
Skattesats	21%	21%	21%	21%	21%

Lönsamhet

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	-9%	-12%	19%	25%	22%
ROCE	-7%	-9%	14%	20%	18%

Investeringar

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Investeringar	4	1	1	1	1
Investeringar/omsättning	2,9%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%
Försäljning- och administrationskostnader/omsättning	5,1%	5,3%	4,6%	4,7%	5,1%
Varulager/omsättning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kundfordringar/omsättning	14,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Leverantörsskulder/omsättning	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Röresekapital/omsättning	30,5%	17,8%	17,5%	21,5%	28,4%
Kapitalomsättningshastighet	1,2	1,7	2,1	2,1	1,9

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 målfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se