



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 17 februari 2023

Tourn International

Tillväxt trots en tuff annonsmarknad

Tillväxt trots en tuff annonsmarknad

Nettoomsättningen för helåret 2022 växte med 9% till 141 mkr (129), vilket var 6% lägre än våra prognoser. Den snabba tillväxten i NAGATO har saktat ner på grund av en svagare annonsmarknad i spåren av en osäkrare omvärld. Samtidigt fortsätter antal användare och visningar att växa, vilket ger en god grund ifall intäkt per visning vänder upp igen. TOURN Agency levererade en stark tillväxt efter ett rekordkvartal i Q4. Justerat EBITDA för 2022 blev 0,2 mkr, i linje med våra prognoser om ett resultat nära noll.

Finansiell flexibilitet ger potential för lönsam tillväxt

Den osäkra marknaden har gjort att TOURN har varit försiktiga med att spendera sin kassa och i stället fokuserat på lönsamhet och vi anser att det är en styrka att bolaget sitter på en stark kassaposition på ca 50 mkr och kan styra över tillväxt kontra lönsamhet. Nu när man visat på denna förmåga finns det potential att öka på investeringstakten och vi räknar med en återgång till något högre tillväxt, i första hand via kassan men i förlängningen även från resultat. Tillväxten ska komma från framför allt fortsatt rekrytering av youtubers via sign-on-bonusar och köp av befintliga kanaler, men även från nya internationella samarbeten.

Behåller motiverat värde

Vi gör endast marginella prognosförändringar efter rapporten och konstaterar att våra försäljningsprognoser om 250 mkr ligger betydligt lägre än bolagets kommunicerade mål om att omsätta +500 mkr 2025. Vi behåller vårt motiverade värde på 28-32 kr och ser aktien som attraktivt värderad på dagens kursnivåer.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	28 - 32 kr												
Totala intäkter	-4,0%	-3,9%	-4,0%	145	204	231	250	Aktiekurs	17,0 kr												
EBITDA, just.	-9,0%	-6,9%	-6,7%	Tillväxt	10%	40%	14%	8%	Riskenivå	Hög											
EPS, just.	-9,8%	-7,4%	-	EBITDA, just.	-5	18	22	25	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>												
Kommande händelser			EBIT, just.	-7	16	21	25														
			EPS, just.	-1,9	1,3	1,7	2,1														
Q1 - rapport	11 maj 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	30%	23%														
Q2 - rapport	24 augusti 2023		EK/aktie	5,1	6,4	8,0	10,1														
Bolagsfakta (mkr)			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
			Antal aktier	9,8m		EBIT-marginal	Neg.	7,9%			9,0%	10,2%									
Börsvärde	180		ROE, just.	Neg.	22,4%	23,2%	22,6%														
Nettoskuld	(36)		ROCE, just.	Neg.	28,5%	29,5%	28,8%														
EV	144		EV/Sales	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x														
Free float	62%		EV/EBITDA	-	8,2x	6,4x	5,6x														
Daglig handelsvolym, snitt	5k		EV/EBIT	-	9,0x	6,9x	5,6x														
Bloomberg Ticker	TOURN SS EQUITY		P/E, just.	-	14,4x	11,0x	9,0x														
Analytiker			P/EK	3,3x	2,9x	2,3x	1,8x														
			FCF yield	-	8%	10%	12%														
Henrik Holmer			Nettoskuld/EBITDA	9,2x	-3,5x	-3,4x	-3,8x	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Intressekonflikter</div> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			
henrik.holmer@penser.se																					

Investment case

Tourn hjälper influencers och youtubers att öka sina intäkter och hålla nere kostnader med hjälp av Tourns tjänster för bland annat annonser, kampanjer, ekonomi och juridik. Vi ser stor potential i den väldigt skalbara affärsmodellen som nu börjar bevisa sig där man har gjort en snabb internationell expansion.

Skalbarheten

Tourns verksamhet är till stor del automatiserad. Vi bedömer att vissa av Tourns konkurrenter gör mer arbete manuellt. Vi tror att de 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 framför allt 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 samt genom att köpa YouTube-kanaler. 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 att växa kraftigt framöver och att Tourn kommer att kunna kapitalisera på tillväxten.

Bolagsprofil

Tourns kärnverksamhet består i huvudsak av två delar. Den ena är en agentur (Tourn Agency) 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 heter NAGATO, erbjuder även en omfördelning av annonsintäkter när videoskopare visar innehåll som någon annan äger rättigheterna till. Tourn grundades 2010 och har ca 15 anställda.

Värdering

Vi har genom en SOTP-värdering kommit fram till vårt motiverade värde om 28-32 kr per aktie. Vår WACC är 14% och prognosperioden sträcker sig fram till och med år 2025. Som har vi en DCF-värdering som ger ett värde på 32 kr.

Kvartalet i korthet

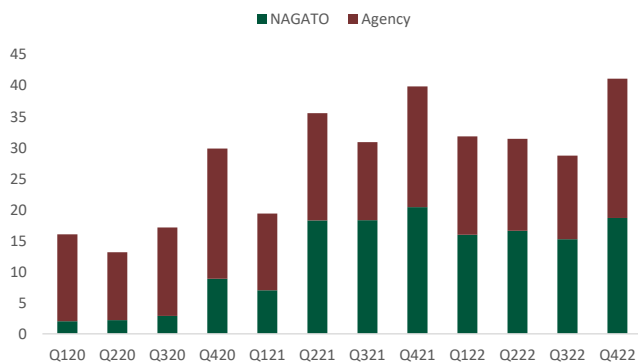
Nettoomsättningen för helåret 2022 växte med 9% y/y till 141 mkr (129), vilket var 6% lägre än våra prognoser. TOURN Agency växte med 8% till 67 mkr för 2022, i linje med våra förväntningar. NAGATO omsatte också 67 mkr, motsvarande en tillväxt på 4% och det var något lägre än våra prognoser. I övrigt växte Charge med 152% till ca 5 mkr i omsättning. Det har varit ett år av mycket osäkerhet och en svagare annonsmarknad, vilket gör att intäkt per visning kommit ner. Samtidigt fortsätter NAGATO att växa i antal visningar och användare, så om intäkt per visning kommer upp igen får det en stor positiv effekt på omsättningen. Justerat EBITDA-resultat blev 0,2 mkr, i linje med våra prognoser om ett resultat nära noll.

Den osäkra marknaden har gjort att TOURN har varit försiktiga med att spendera sin kassa och i stället fokuserat på lönsamhet och vi anser att det är en styrka att bolaget sitter på en stark kassaposition på ca 50 mkr och kan styra över tillväxt kontra lönsamhet. Nu när man visat på denna förmåga finns det potential att öka på investeringstakten och vi räknar med en återgång till något högre tillväxt, i första hand via kassan men i förlängningen även från resultat. Tillväxten ska komma från framför allt fortsatt rekrytering av youtubers via sign-on-bonusar och köp av befintliga kanaler, men även från nya internationella samarbeten.

Sedan förra kvartalet har TOURN annonserat två avtal tack vare samarbetet med Atlantic Swiss, vilket ger möjlighet att samarbeta med de största internationella kändisarna inom musik, film och sport. Enligt bolaget bör vi kunna se effekt av detta under 2023 i form av stora kampanjer. Influencer marketing i länder som Tyskland, England och USA ligger långt efter Sverige när det gäller att tjäna pengar så detta finns fortfarande framför oss.

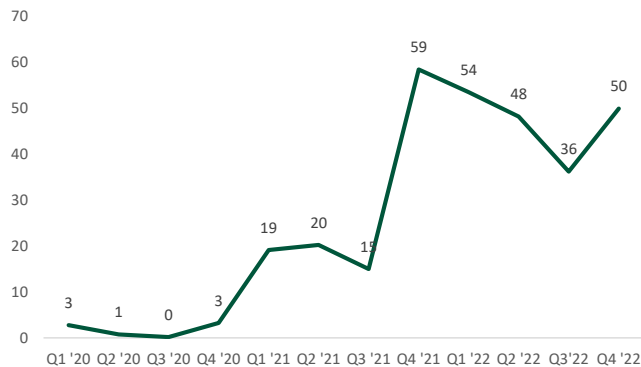
Vi gör endast marginella prognosförändringar efter rapporten och konstaterar att våra försäljningsprognoser om 250 mkr ligger betydligt lägre än bolagets kommunicerade mål om att omsätta +500 mkr 2025.

Diagram 1: Omsättning NAGATO resp Agency



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: Kassaposition

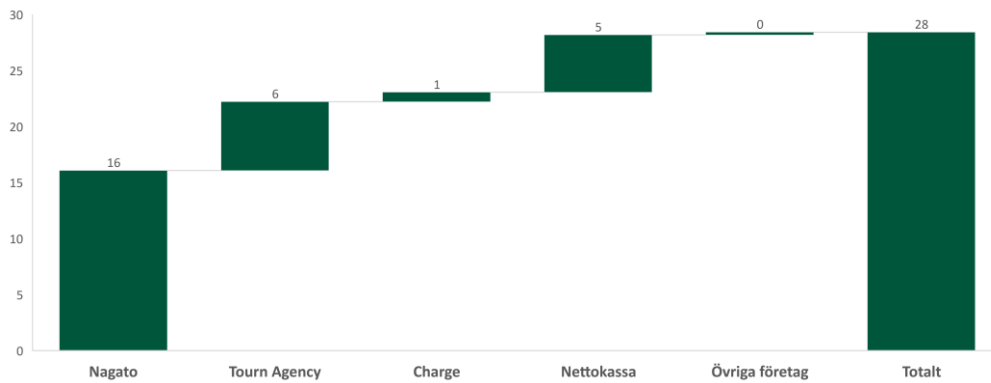


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Vi värderar TOURN genom en SOTP-värdering och kommit fram till ett värde om 28 kr. Vår WACC är 14% och prognosperioden sträcker sig fram till och med år 2025. Vi applicerar en EV/Sales-multipel om 1x för Tourn Agency och 1,5x för NAGATO (från tidigare 2x) baserat på affärsmodell och marknadsvärderingar. Vi använder multipeln år 2025 och diskonterar tillbaka värdet till idag.

Diagram 3: SOTP-värdering



Källa: EPB

Som stöd till vår SOTP-värdering har vi en DCF-värdering som ger ett värde på 32 kr.

Vi ser aktien som attraktivt värderad på dagens kursnivåer och ser en ljus framtid för bolaget, med en EV/EBIT om endast 5,6x och en EV/Sales om 0,6x för 2025.

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	197
PV of terminal value (perpetuity formula)	79
Enterprise value	279
Latest net debt	-50
Minority interests & other	0
Equity value	315
No. of shares outstanding (millions)	10
Equity value per share (SEK)	32

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	1,9	1,3	1,2
EV/EBITDA	-409,0	14,5	11,6
EV/EBIT	245,5	13,4	10,9
EV/NOPLAT	314,8	17,1	14,0
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			17,54

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Small cap premium	6%
Extra risk premium	0,0%
WACC	14,0%

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%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	13,0%	32	32	32	32	32
	13,5%	32	32	32	32	32
	14,0%	32	32	32	32	32
	14,5%	32	32	32	32	32
	15,0%	32	32	32	32	32

		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	13,0%	32	32	32	32	32
	13,5%	32	32	32	32	32
	14,0%	32	32	32	32	32
	14,5%	32	32	32	32	32
	15,0%	32	32	32	32	32

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	88	129	141	202	229	250
Övriga rörelseintäkter	4	3	4	2	2	0
Totala intäkter	91	132	145	204	231	250
Kostnad sålda varor	-57	-106	-117	-141	-159	-172
Bruttoresultat	34	25	28	63	73	77
Övriga rörelsekostnader	-36	-33	-33	-45	-50	-52
EBITDA	-1	-8	-5	18	22	25
EBITDA, justerad	-1	-8	-5	18	22	25
EBITA, justerad	-1	-8	-5	18	22	25
EBIT	-3	-9	-7	16	21	25
EBIT, justerad	-3	-9	-7	16	21	25
Finansnetto	31	1	-12	0	0	0
Resultat före skatt	29	-8	-19	16	21	25
Resultat före skatt, justerad	29	-8	-19	16	21	25
Total skatt	0	0	0	-3	-4	-5
Nettoresultat	29	-8	-19	13	16	20
Nettoresultat, justerad	29	-8	-19	13	16	20
Intäktstillväxt	-	44%	10%	40%	14%	8%
Bruttomarginal	39,0%	19,6%	19,9%	31,1%	31,7%	31,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	7,9%	9,0%	10,2%
EPS, justerad	3,45	-0,83	-1,95	1,28	1,67	2,05
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	30%	23%

Källa: Tourn International, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-9	-7	16	21	25
Övriga kassaflödesposter	-5	1	0	-2	-3	-5
Förändringar i rörelsekapital	11	-9	3	1	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3	-17	-5	14	18	20
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	4	-4	1	1	1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	4	-4	1	1	1
Fritt kassaflöde	4	-14	-9	15	19	21
Förvärv och avyttringar	0	16	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	60	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	76	0	0	0	0
Kassaflöde	4	62	-9	15	19	21
Nettoskuld	18	-53	-50	-62	-77	-96

Källa: Tourn International, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	11	12	17	17	17	17
Materiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	33	17	4	5	7	8
Summa anläggningstillgångar	44	29	22	23	25	26
Kundfordringar	14	18	17	24	27	29
Övriga omsättningstillgångar	1	2	4	4	4	4
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	59	50	62	77	96
Summa omsättningstillgångar	18	79	71	90	108	130
SUMMA TILLGÅNGAR	61	108	93	113	133	155
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	15	68	50	62	78	98
Summa eget kapital	15	68	50	62	78	98
Kortfristiga räntebärande skulder	21	6	0	0	0	0
Leverantörsskulder	8	12	18	25	29	31
Övriga kortfristiga skulder	18	22	25	25	25	25
Summa kortfristiga skulder	47	40	43	51	54	57
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	61	108	93	113	133	155

Källa: Tourn International, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	44%	10%	40%	14%	8%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	27%	14%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	30%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	30%	23%
Bruttomarginal	39,0%	19,6%	19,9%	31,1%	31,7%	31,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%	9,7%	10,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%	9,7%	10,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	7,9%	9,0%	10,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	7,9%	9,0%	10,2%
Vinst-marginal, justerad	32,7%	Neg.	Neg.	6,2%	7,1%	8,0%

Källa: Tourn International, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	22%	23%	23%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	29%	30%	29%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	>100%	>100%

Källa: Tourn International, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	15%	14%	11%	12%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	14%	11%	15%	18%	18%	18%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	50%	29%	29%	27%	26%	25%
Rörelsekapital / totala intäkter	-12%	-10%	-15%	-11%	-10%	-9%
Kapitalomsättningshastighet	2,6x	1,8x	2,9x	3,3x	2,9x	2,5x

Källa: Tourn International, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	18	-53	-50	-62	-77	-96
Soliditet	24%	63%	53%	55%	59%	63%
Nettoskulsättningsgrad	1,2x	-0,8x	-1,0x	-1,0x	-1,0x	-1,0x
Nettoskuld / EBITDA	-13,4x	6,9x	9,2x	-3,5x	-3,4x	-3,8x

Källa: Tourn International, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	3,45	-0,83	-1,95	1,28	1,67	2,05
EPS, justerad	3,45	-0,83	-1,95	1,28	1,67	2,05
FCF per aktie	0,44	-1,39	-0,88	1,56	1,92	2,17
Eget kapital per aktie	1,77	7,00	5,08	6,37	8,04	10,1
Antal aktier vid årets slut, m	8,30	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75
Antal aktier efter utspädning, snitt	8,30	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75

Källa: Tourn International, EPB

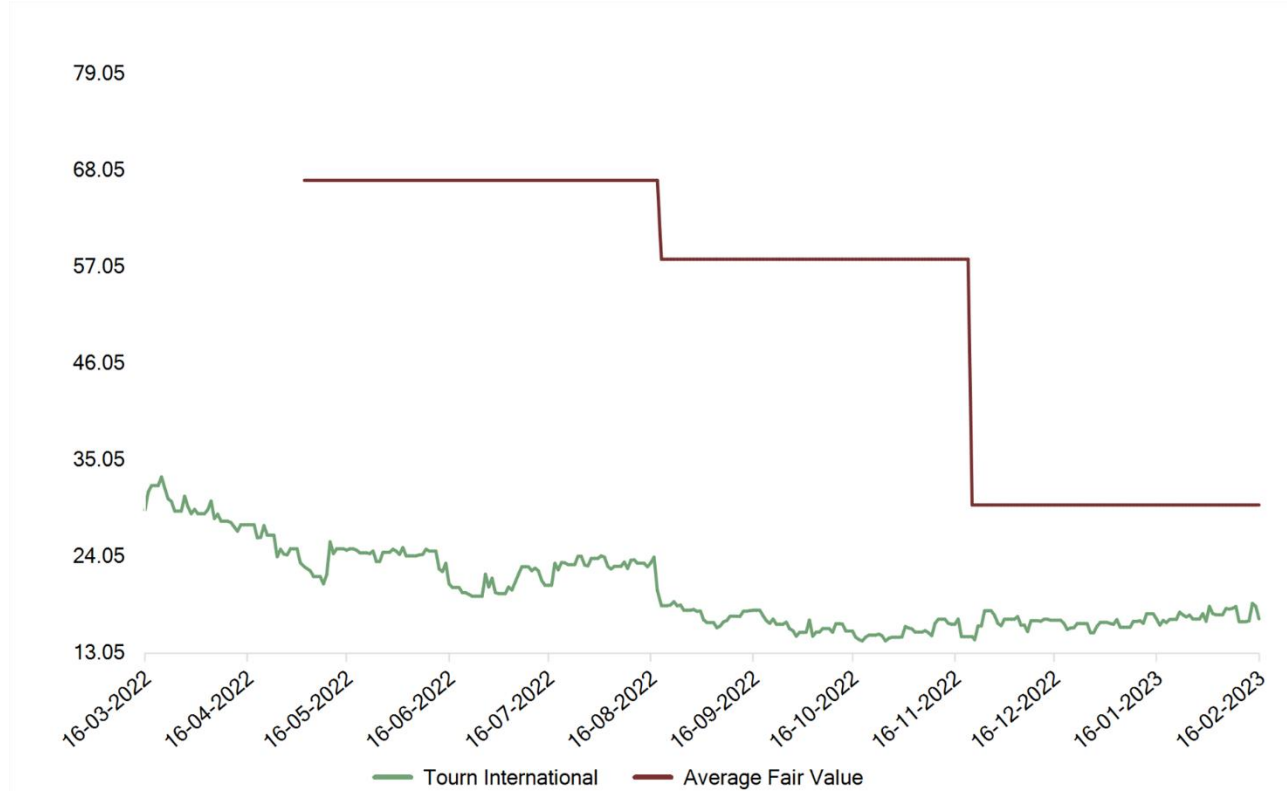
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	2,8x	Neg.	Neg.	14,4x	11,0x	9,0x
P/EK	5,4x	7,0x	3,3x	2,9x	2,3x	1,8x
P/FCF	21,7x	Neg.	Neg.	11,8x	9,6x	8,5x
FCF-yield	5%	Neg.	Neg.	8%	10%	12%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	1,1x	3,2x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8,2x	6,4x	5,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	9,0x	6,9x	5,6x
EV	97	425	113	144	144	144
Aktiekurs	9,5	49,0	16,6	18,5	18,5	18,5

Källa: Tourn International, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Tourn International (TOURN SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

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

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informations spridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

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