



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 11 maj 2023

Tourn International

Minskad omsättning i svag annonsmarknad

Minskad omsättning i svag annonsmarknad

Omsättningen i Q1 blev 22 mkr, vilket var en kraftig minskning med 32% jämfört med det starka Q1 förra året (33). YouTube nätverket Nagato har påverkats av en svagare annonsmarknad med fortsatt lägre intäkt per visning och omsättningen var ner 24% y/y till 12 mkr (16). Tourn är också beroende av när annonsörer bokar sina kampanjer, vilket kan skilja sig åt från kvartal till kvartal. Agenturdelen TOURN Agency minskade omsättningen med 40% y/y och landade på 10 mkr (16). EBITDA kom in i linje med förra året på -2 mkr och TOURN visar på fortsatt god kostnadskontroll.

Tillväxten bör komma tillbaka

Kampanjer har historiskt fluktuerat mycket mellan kvartalen. Enligt bolaget har marknaden förbättrats i slutet av Q1 och början av Q2. Man har också fortsatt att öka antal användare och visningar inom Nagato, vilket gör att om intäkt per visning kommer tillbaka får det en positiv hävstångseffekt. Transformationen från annonsering i "gammelmedia" till en billigare, mer effektiv och riktad annonsering via sociala medier har fortsatt mer att ge. Den starka kassapositionen ger möjligheter att öka tillväxten bl.a. genom att rekrytera via sign-on-bonusar och köpa befintliga YouTube-kanaler.

Försiktigare i såväl prognoser som avkastningskrav

Vi tar ner våra försäljningsprognoser för att reflektera den svagare annonsmarknaden. Våra prognoser för Nagato bygger bland annat på att rekryteringen via sign-on-bonusar ökar, vilket får en hävstångseffekt på intäkterna. För Nagato i övrigt och Agency är våra prognoser konservativa. Värt att notera är att våra prognoser ligger långt under TOURNs finansiella mål om att omsätta 500 mkr 2025. Vi höjer vårt avkastningskrav från 14% till 16% för att reflektera en hög risk. Sammantaget tar vi ner vårt motiverade värde till 23-25 kr (28-32).

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk															
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	23 - 25 kr													
Totala intäkter	-24,6%	-18,0%	-14,3%	145	153	190	214	Aktiekurs	11,0 kr													
EBITDA, just.	-67,7%	-28,5%	-14,1%	10%	6%	24%	13%	Riskenivå	Hög													
EPS, just.	-78,7%	-30,7%	-14,1%	-5	6	16	22	Kursutveckling 12 mån 														
Kommande händelser				EBITDA, just.	-7	4	14			22												
Q2 - rapport	24 augusti 2023			EBIT, just.	-1,9	0,3	1,2			1,8												
Q3 - rapport	17 november 2023			EPS, just.	N.m.	N.m.	>100%			52%												
Bolagsfakta (mkr)				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%			52%												
Antal aktier	9,8m			EK/aktie	5,1	5,3	6,5			8,3												
Börsvärde	107			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0			0,0												
Nettoskuld	-35			EBIT-marginal	Neg.	2,5%	7,7%			10,2%												
EV	72			ROE, just.	Neg.	5,2%	19,5%			23,8%												
Free float	62%			ROCE, just.	Neg.	6,6%	24,8%			30,3%												
Daglig handelsvolym, snitt	11k			EV/Sales	0,8x	0,5x	0,4x	0,3x														
Bloomberg Ticker	TOURN SS EQUITY			EV/EBITDA	-	12,8x	4,5x	3,3x														
Analytiker				EV/EBIT	-	19,3x	5,0x	3,3x	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Henrik Holmer				P/E, just.	-	40,3x	9,5x	6,2x														
henrik.holmer@penser.se				P/EK	3,3x	2,1x	1,7x	1,3x														
				FCF yield	-	4%	12%	16%														
				Nettoskuld/EBITDA	9,2x	-9,2x	-4,0x	-3,7x														

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 23-25 kr per aktie. Vår WACC är 16% och prognosperioden sträcker sig fram till och med år 2025. Som komplement har vi en DCF-värdering som ger ett värde på 25 kr.

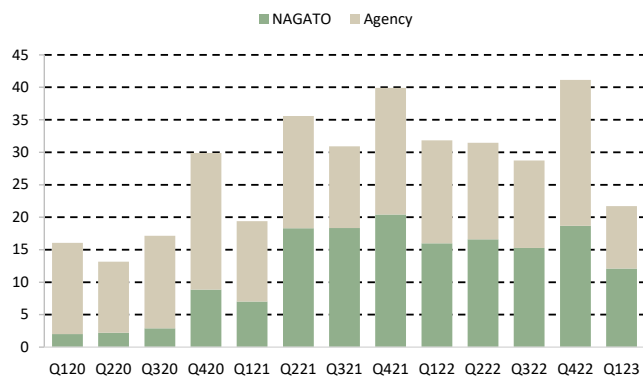
Kvartalet i korthet

Omsättningen för TOURN blev 22 mkr, vilket var en kraftig minskning med 32% jämfört med det starka Q1 förra året (33). YouTube-nätverket Nagato har påverkats av en svagare annonsmarknad med fortsatt lägre CPM-priser (annonspris per 1000 visningar) och omsättningen för plattformen var ner 24% y/y till 12 mkr (16). Tourn är också beroende av när annonsörer bokar sina kampanjer, vilket kan skilja sig åt från kvartal till kvartal. Agenturdelen TOURN Agency minskade omsättningen med 40% y/y och landade på 10 mkr (16). EBITDA kom in i linje med förra året på -2 mkr och värt att notera är att bolaget visar fortsatt god kostnadskontroll och har minskat personalkostnader, vilket stödjer skalbarheten.

Konsumtionen är normalt sett lägst i januari och det har varit en försiktighet i annonsbokningar i början av kvartalet, förstärkt än mer av att konsumenten är pressad. Enligt bolaget kom mycket tillbaka i mars och det man sett än så länge gör att man tror på en återhämtning i Q2 för Nagato. Det är liknande mönster från början av pandemin, där osäkerheten först gjorde att många företag drog i bromsen för annonsering, för att sedan successivt komma tillbaka. Det annonseras även i sämre tider, även om annonsinnehållet kan skifta. Transformationen från att annonsera i "gammelmedia" till en billigare, mer effektiv och riktad annonsering via sociala medier har fortfarande kvar att ge.

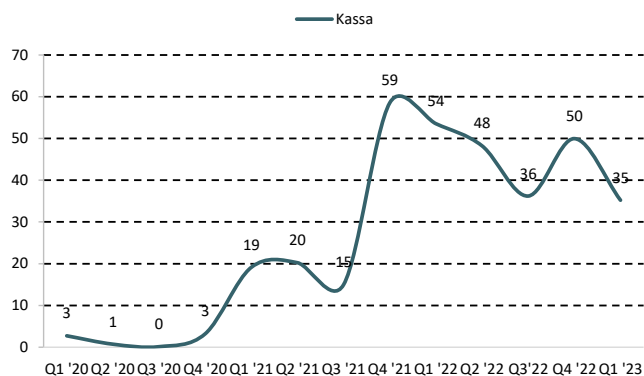
Den stora anledningen till TOURNs minskade omsättning i Nagato är att CPM-priserna kommit ner. Den svagare marknaden öppnar möjligheter för en stabil aktör som TOURN och fler användare kommer till Nagato som växer i antal visningar och användare. Detta gör att om CPM:erna vänder upp igen får det en positiv hävstångseffekt på omsättningen. 2022 blev ett år där TOURN lyckades visa tillväxt trots en vikande annonsmarknad. Samtidigt höll man igen investeringarna i tillväxt för att också kunna visa att man styr över sin lönsamhet. För att TOURN ska röra sig mot sitt finansiella mål om att omsätta 500 mkr 2025 behöver bolaget öka takten med att investera i tillväxt, vilket bland annat kan ske genom att rekrytera via sign-on-bonusar och att köpa befintliga YouTube-kanaler. Kassapositionen är fortsatt stark på 35 mkr och ger resurser för fortsatt tillväxt. Det negativa kassaflödet på 15 mkr i Q1 är i linje med historiska fluktuationer på grund av säsongvariationer i bokningen och bör reverseras nästa kvartal.

Diagram 1: Omsättning NAGATO resp Agency



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: Kassaposition



Källa: Bolaget, EPB

Estimatförändringar

Vi tar ner våra försäljningsprognoser för att reflektera den svagare annonsmarknaden. Våra prognoser för Nagato bygger bland annat på att rekryteringarna via sign-on-bonusar ökar, vilket får en hävstångseffekt på intäkterna. Nedan syns hur mycket av våra prognoser som kommer från denna tillväxt, och visar också att vi är väldigt konservativa i våra prognoser för Nagato i övrigt och för Agency. Värt att notera är att våra prognoser ligger långt under TOURNs finansiella mål om att omsätta 500 mkr 2025. För att röra sig mot våra prognoser och det finansiella målet krävs en hög tillväxt, vilket vi bedömer kräver en ökad rekrytering av användare samt köp av kanaler. Utöver detta finns en optionsmöjlighet i och med samarbetet med Atlantic Swiss, som kan leda till samarbeten och kampanjer med några av världens största kändisar.

Detaljerade intäktsprognoser

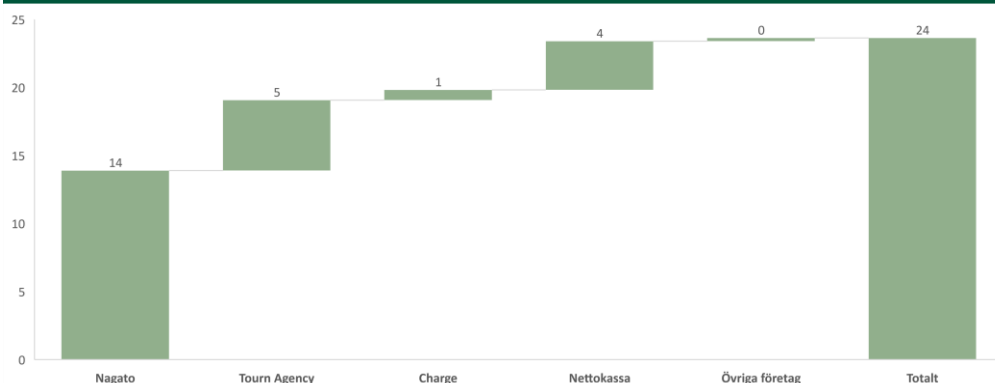
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total Sales	88	129	141	151	188	214
Agency	60	62	67	65	71	75
NATAGO total	16	64	67	82	111	134
NAGATO old			67	59	65	72
NAGATO signon			17	28	42	55
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total Sales growth	298%	47%	9%	7%	24%	14%
Agency		2%	8%	-3%	10%	5%
NATAGO total		300%	4%	23%	36%	20%
NAGATO old				-11%	10%	10%
NAGATO signon				66%	52%	29%
Total Sales growth ex signon				-13%	-4%	-15%

Källa: EPB

Värdering

Vi värderar TOURN genom en SOTP-värdering och kommer fram till ett värde om 24 kr. Vi har höjt WACC till 16% (från 14%), vilket återspeglar en hög risk och detta får en negativ effekt på vårt motiverade värde. 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, 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 25 kr.

Vi ser aktien som attraktivt värderad på dagens kursnivåer och ser en ljus framtid för bolaget, med en EV/EBIT om endast 3,3x och en EV/Sales om 0,3x för 2025.

DCF

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	153
PV of terminal value (perpetuity formula)	60
Enterprise value	213
Latest net debt	-35
Minority interests & other	0
Equity value	248
No. of shares outstanding (millions)	10
Equity value per share (SEK)	25

Implicit multipl.	2023	2024	2025
EV/Sales	1,4	1,1	1,0
EV/EBITDA	38,0	13,3	9,7
EV/EBIT	28,3	12,1	5,5
EV/NOPLAT	36,3	15,5	7,0
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			11

Källa: EPB

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Small cap premium	6%
Extra risk premium	2,0%
WACC	16,0%

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	14,0%	29	29	30	31	32
	15,0%	26	27	27	28	29
	16,0%	24	25	25	26	26
	17,0%	23	23	24	24	25
	18,0%	21	22	22	22	23
		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	14,0%	24	27	30	33	36
	15,0%	22	25	27	30	32
	16,0%	21	23	25	28	30
	17,0%	20	22	24	26	27
	18,0%	19	20	22	24	26

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	88	129	141	151	188	214
Övriga rörelseintäkter	4	3	4	3	2	0
Totala intäkter	91	132	145	153	190	214
Kostnad sålda varor	-57	-106	-117	-111	-132	-149
Bruttoresultat	34	25	28	42	57	65
Övriga rörelsekostnader	-36	-33	-33	-37	-41	-43
EBITDA	-1	-8	-5	6	16	22
EBITDA, justerad	-1	-8	-5	6	16	22
EBITA, justerad	-1	-8	-5	6	16	22
EBIT	-3	-9	-7	4	14	22
EBIT, justerad	-3	-9	-7	4	14	22
Finansnetto	31	1	-12	0	0	0
Resultat före skatt	29	-8	-19	3	14	22
Resultat före skatt, justerad	29	-8	-19	3	14	22
Total skatt	0	0	0	-1	-3	-5
Nettoresultat	29	-8	-19	3	11	17
Nettoresultat, justerad	29	-8	-19	3	11	17
<i>Intäktstillväxt</i>	-	44%	10%	6%	24%	13%
<i>Bruttomarginal</i>	39,0%	19,6%	19,9%	28,0%	30,5%	30,3%
<i>EBIT-marginal, justerad</i>	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	7,7%	10,2%
<i>EPS, justerad</i>	3,45	-0,83	-1,95	0,27	1,16	1,76
<i>EPS-tillväxt, justerad</i>	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	52%

Källa: Tourn International, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-3	-9	-7	4	14	22
Övriga kassaflödesposter	-5	1	0	0	-2	-5
Förändringar i rörelsekapital	11	-9	3	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	3	-17	-5	4	13	17
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	4	-4	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	4	-4	0	0	0
Fritt kassaflöde	4	-14	-9	4	13	17
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	4	13	17
Nettoskuld	18	-53	-50	-52	-63	-81

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	18	22	25
Övriga omsättningstillgångar	1	2	4	4	4	4
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	59	50	52	63	81
Summa omsättningstillgångar	18	79	71	74	90	110
SUMMA TILLGÅNGAR	61	108	93	97	114	136
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	15	68	50	52	63	81
Summa eget kapital	15	68	50	52	63	81
Kortfristiga räntebärande skulder	21	6	0	0	0	0
Leverantörsskulder	8	12	18	19	24	27
Övriga kortfristiga skulder	18	22	25	26	27	28
Summa kortfristiga skulder	47	40	43	45	51	55
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	61	108	93	97	114	136

Källa: Tourn International, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	44%	10%	6%	24%	13%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	37%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	52%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	52%
Bruttomarginal	39,0%	19,6%	19,9%	28,0%	30,5%	30,3%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	3,8%	8,5%	10,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	3,8%	8,5%	10,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	7,7%	10,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	7,7%	10,2%
Vinst-marginal, justerad	32,7%	Neg.	Neg.	1,8%	6,0%	8,0%

Källa: Tourn International, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	5%	20%	24%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	7%	25%	30%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>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%	17%	18%	18%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	50%	29%	29%	31%	29%	29%
Rörelsekapital / totala intäkter	-12%	-10%	-15%	-15%	-13%	-12%
Kapitalomsättningshastighet	2,6x	1,8x	2,9x	2,9x	3,0x	2,7x

Källa: Tourn International, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	18	-53	-50	-52	-63	-81
Soliditet	24%	63%	53%	54%	56%	59%
Nettoskulsättningsgrad	1,2x	-0,8x	-1,0x	-1,0x	-1,0x	-1,0x
Nettoskuld / EBITDA	-13,4x	6,9x	9,2x	-9,2x	-4,0x	-3,7x

Källa: Tourn International, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	3,45	-0,83	-1,95	0,27	1,16	1,76
EPS, justerad	3,45	-0,83	-1,95	0,27	1,16	1,76
FCF per aktie	0,44	-1,39	-0,88	0,42	1,31	1,79
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	1,77	7,00	5,08	5,35	6,51	8,27
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

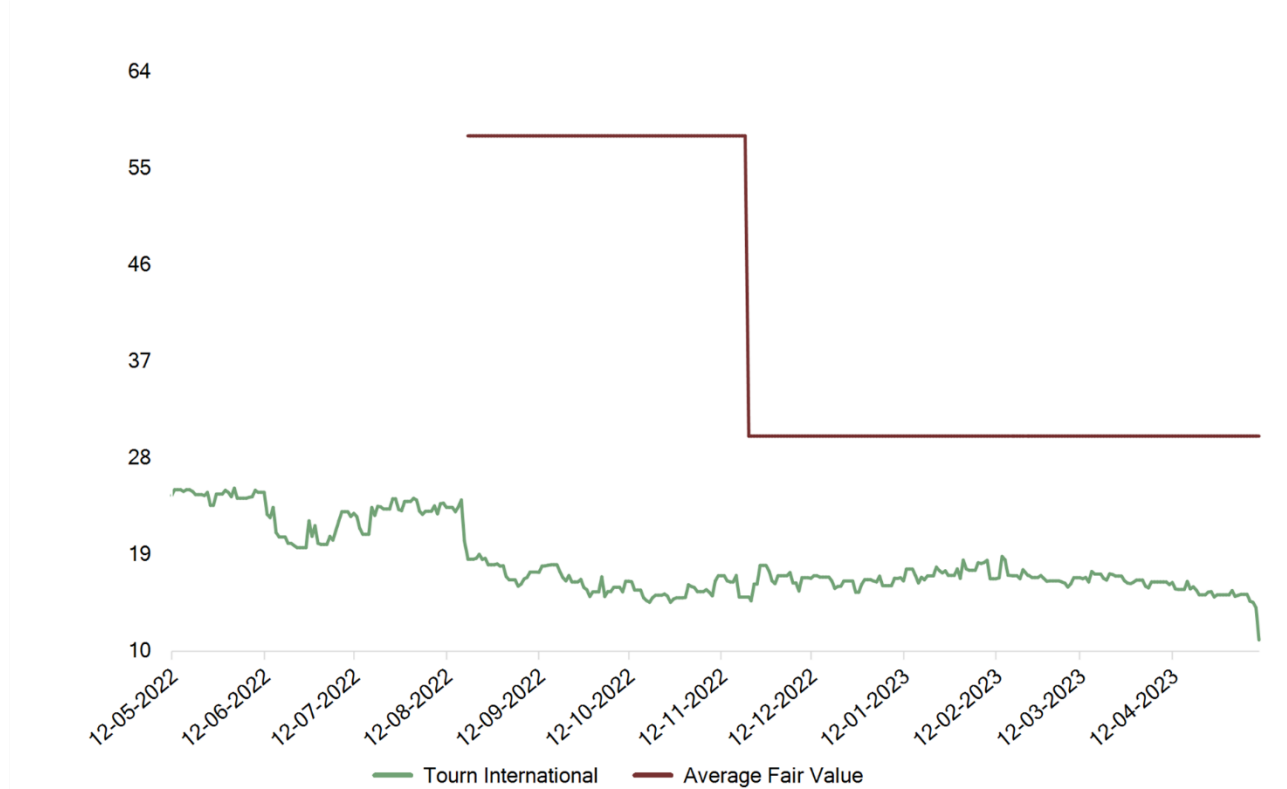
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	2,8x	Neg.	Neg.	40,3x	9,5x	6,2x
P/EK	5,4x	7,0x	3,3x	2,1x	1,7x	1,3x
P/FCF	21,7x	Neg.	Neg.	26,4x	8,4x	6,2x
FCF-yield	5%	Neg.	Neg.	4%	12%	16%
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	0,5x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	12,8x	4,5x	3,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	19,3x	5,0x	3,3x
EV	97	425	113	72	72	72
Aktiekurs	9,5	49,0	16,6	11,0	11,0	11,0

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 fransäger 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