



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Software | Sweden | 21 November 2023

# Tourn International

## Q3 beset by tough markets

### Uncertain ad markets impacted revenues

Q3 revenues came in at SEK 22m (31.7m), implying growth of -31% y/y. This was largely the result of a decline in Agency, which saw challenging Nordic ad markets. NAGATO grew by 7% y/y, thanks to more diverse market exposure and continued channel purchases. Tourn also indicated that CPM levels narrowed by 3–7% y/y during the quarter. During Q3, Tourn added Therese Lindgren to the Agency business, a lucrative collaboration that we expect will have a visible impact on Agency revenues.

### Compelling potential through added partnerships

The operating result decreased to SEK -4.3m (-0.3m) in Q3, stemming primarily from lower revenues. We also note that Tourn continues to invest in channel acquisitions in NAGATO, which has an impact on gross margins, which came in at 14% (19%). Cash flows from operating activities have improved by y/y and sequentially to SEK -0.3m (from SEK -7.3m in Q2), and Tourn anticipates further improvements in Q4. During Q3, Tourn entered into a partnership with World Group Holding, which has invested in the Tourn ASA JV, in which Tourn retains the majority of the votes. We believe this co-operation has great potential and we note Tourn's comments about adding partnerships during 2024.

### Estimate changes

We adjust our forecasts to reflect the Q3 results and the company's comments regarding the Q4 development. We also note that Tourn has collaborated with key profiles with solid potential going into 2024, and its co-operation with World Group Holding can contribute to projects via Tourn ASA. We set a new fair value of SEK 14–16 (16–17) per share.

Estimate changes			Forecasts (SEKm)				Value and risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Fair value	14,0 - 16,0 SEK	
Total revenues	-19,3%	-15,9%	-15,4%	144	115	146	167	Share price	9,2 SEK	
EBITDA, just.	N/M	-33,9%	-25,4%	Growth	10%	-21%	28%	14%	Risk level	High
EPS, just.	N/M	-48,9%	-32,5%	EBITDA, just.	-6	-9	9	14	<b>12-mth share price development</b>	
<b>Coming events</b>			EBIT, just.	-8	-13	6	11			
Q4 - report	15 February 2024		EPS, just.	-1,9	-1,6	0,5	1,0			
Q1 - report	11 maj 2024		EPS growth, adj.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%			
<b>Company details (SEKm)</b>			Equity per share	5,1	3,6	4,1	5,1			
Shares outstanding	9,8m		Dividend per share	0,0	0,0	0,0	0,0			
Market capitalisation	90		EBIT margin	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%			
Net debt	-25		ROE, just.	Neg.	Neg.	12,3%	21,8%			
EV	65		ROCE, just.	Neg.	Neg.	15,9%	24,7%			
Free float	62%		EV/Sales	0,9x	0,6x	0,4x	0,4x			
Daily trading volume, average	12k		EV/EBITDA	-22,5x	-6,9x	7,5x	4,7x			
Bloomberg Ticker	TOURN SS EQUITY		EV/EBIT	-16,9x	-4,9x	11,1x	5,9x			
<b>Analyst</b>			P/E, just.	-8,7x	-5,8x	19,4x	9,3x			
Hjalmar Jernström			P/EK	3,3x	2,6x	2,3x	1,8x			
hjalmar.jernstrom@penser.se			FCF yield	-5%	-23%	7%	10%			
			Net debt/EBITDA	8,2x	3,1x	-4,1x	-3,2x			
							<b>Conflicts of interest</b>			
							Yes	No		
							Market maker		✓	
							Certified adviser		✓	
							Transactions, 12 mth		✓	

## Investment case

Tourn is a tech company operating in the fast-growing influencer marketing field. We see appealing aspects of its business relating to its market position, scalable business model, and exposure to an underlying market that has grown rapidly. The market is expected to grow substantially in the coming years, driven by ongoing conversion to digital marketing channels and the good returns on marketing investments that characterise influencer marketing.

Since it was founded, Tourn has seen robust revenue growth, and its Tourn Agency business has secured a solid market position in Sweden, where it represents most of the country's leading influencers. Tourn's solutions are largely platform-based, meaning they are automated and offer extensive scalability. Continued good growth thus has the potential to bolster profitability and create an appealing margin profile.

Beyond this, Tourn is exposed to an underlying market that has historically shown expansive growth. Market analysts forecast a CAGR in influencer marketing for 2016–2022 of 40%. Key drivers of this market growth are factors like greater cost efficiency and the possibility to target more niched audiences compared with traditional marketing channels. This robust structural growth will provide Tourn with excellent opportunities to continue its healthy growth over time.

## Company description

Tourn is a tech company that provides various services and platforms within influencer marketing. The company has three business areas: Agency, NAGATO, and Charge. Agency includes Tourn's influencer agency, which matches influencers with advertisers. NAGATO is Tourn's multi-channel network (MCN), a platform that offers YouTube channels solutions to facilitate revenue generation, payroll administration, invoicing, accounting, and copyright-related tasks, among other things. The Charge business area includes a platform that helps e-sports players with collaborations, invoicing, and administrative tasks. Tourn was founded in 2013 and has its headquarters in Stockholm.

## Valuation

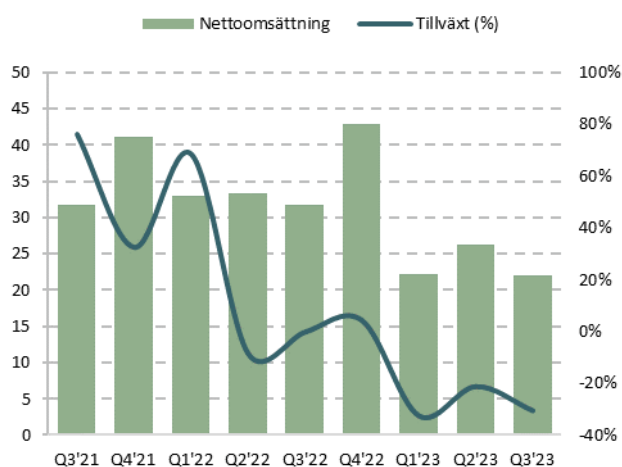
We value Tourn using a multiples-based approach and a DCF model. Our multiples approach uses P/Sales on next 12-month revenue forecasts. We see a fair value of SEK 14–16 (16–17) per share.

## The quarter in detail

Tourn reported Q3 revenues of SEK 22m (32m), with Agency accounting for SEK 5.4m, NAGATO for SEK 16.3m, and Tourn Lab for SEK 0.6m. Agency's revenues were affected by the ad markets, which experienced challenges in the Nordics during the quarter. The media market is challenging in general in the Nordics at present, with investments hindered or delayed. Tourn indicates that order values are about SEK 15m for Agency in Q4. Growth in NAGATO continued, driven by the investments Tourn has made in segment during 2023. We anticipate accelerating effects from the pace of acquisitions in the coming years, with these investments contributing to growth in 2024.

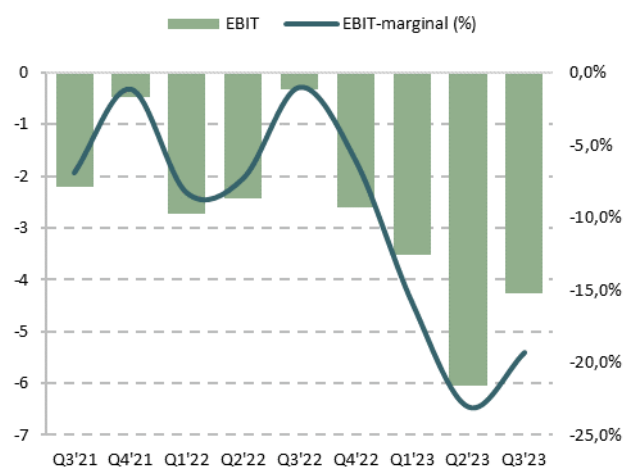
The operating result was SEK -4,3m (-0,3m), stemming primarily from lower revenues. Tourn commented that it will continue with its explicit cost focus, and we expect the full effects will be visible during 2024. It also indicated that cash flows will be strengthened sequentially during Q4.

Diagram 1: Revenues and growth



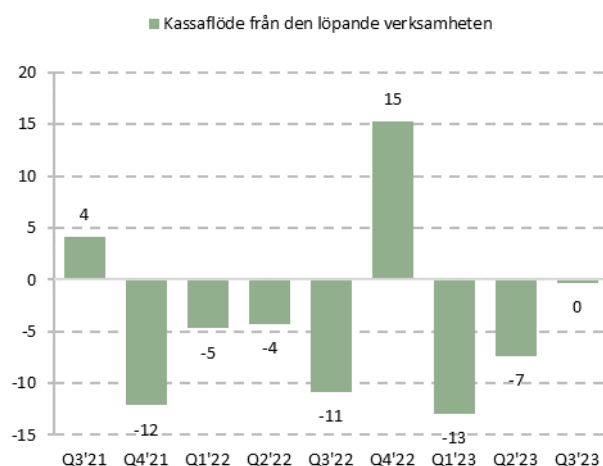
Source: Company reports

Diagram 2: EBIT and margins



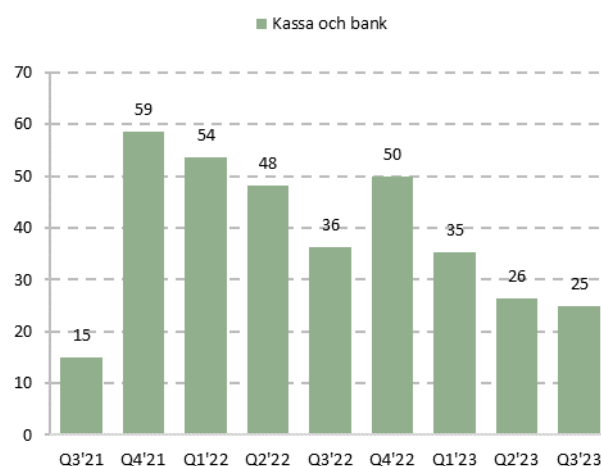
Source: Company reports

Diagram 3: Cash flows from operating activities



Source: Company reports

Diagram 4: Cash position



Source: Company reports

## Estimate changes and valuation

### Estimate changes

We adjust our estimates to account for Q3, but also as the company's expectations for Q4 are lower than we previously anticipated. We note that earnings are particularly sensitive to the development in CPM levels in NAGATO and especially dependent on the performance of the underlying market. At the same time, Tourn is acquiring YouTube channels in NAGATO, which we believe are likely to be strong contributors in 2024. We lower our current-year estimates by some 20%, but make only marginal changes to growth expectations for the coming years.

### Multiples valuation

We summarise our multiples valuation below. We value Tourn using P/Sales for the coming 12 months. We apply a multiple of 1.0x to our revenue forecasts for the next 12 months. Our target multiple is somewhat higher than the average for peer companies (around 0.8x) owing to slightly higher expected growth. We also summarise the sensitivity to other multiple assumptions. Our multiples approach suggests a valuation of SEK 14 per share.

Table 1: Multiples valuation

Värdering		Känslighetsanalys					
Omsättning NTM	138	P/S NTM x					
Målmultipel NTM (P/S x)	1	0,7	0,9	1,0	1,2	1,3	
Bolagsvärde	138	Motiverat värde (SEK)					
Antal aktier	10		10	12	14	16	18
Motiverat värde per aktie	14						

Source: EPB

### DCF model

We summarise our DCF model below. This valuation is based on key assumptions regarding long-term profitability, growth beyond the forecast period, and a discount rate of 16%. The discount rate is based on a risk-free rate of 2.5%, a risk premium of 5.5%, a size premium of 6%, and an additional risk premium of 2% owing to its strong dependence on the cyclical external market. We calculate a long-term EBIT margin of 12%, with long-term growth of 3%. Our DCF model suggests a valuation of SEK 14 per share.

Table 2: DCF

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	55	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	59	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>114</b>	Market cap-premie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-25	Extra riskpremie	2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>16%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	15,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>139</b>			Skattesats	20,4%
Antal utstående aktier, full utspädning	10				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>14</b>				

Source: EPB

Below, we summarise how our valuation is affected by adjusting the assumptions for the long-term EBIT margin, long-term growth, and the discount rate.

Table 3: Sensitivity table

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%							
	15,0%	15	15	16	16	17	15,0%	11	13	16	18	20	
	15,5%	14	15	15	15	16	15,5%	10	13	15	17	19	
<b>WACC</b>	16,0%	14	14	14	15	15	<b>WACC</b>	16,0%	10	12	14	16	18
	16,5%	13	13	14	14	14		16,5%	10	12	14	15	17
	17,0%	12	13	13	13	14		17,0%	9	11	13	15	17

Source: EPB

## Income statement

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Net sales</b>	<b>88</b>	<b>129</b>	<b>141</b>	<b>111</b>	<b>141</b>	<b>161</b>
Other operating income	3	3	3	4	5	6
<b>Total revenues</b>	<b>91</b>	<b>132</b>	<b>144</b>	<b>115</b>	<b>146</b>	<b>167</b>
Cost of goods sold	-58	-106	-117	-93	-109	-121
<b>Gross profits</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>37</b>	<b>46</b>
Cost of sales	-28	-26	-25	-22	-21	-22
Other operating costs	-14	-4	-8	-9	-8	-10
<b>EBITDA</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>9</b>	<b>14</b>
<b>EBITDA, adjusted</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>9</b>	<b>14</b>
<b>EBITA, adjusted</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>9</b>	<b>14</b>
Amortisation	-1	-1	-2	-4	-3	-3
<b>EBIT</b>	<b>-10</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>6</b>	<b>11</b>
<b>EBIT, adjusted</b>	<b>-10</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>6</b>	<b>11</b>
Net financial items	31	1	-11	-1	-1	-1
<b>Profit/loss before tax</b>	<b>22</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
<b>Profit/loss before tax, adjusted</b>	<b>22</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
Minority interests	0	0	0	-1	0	0
<b>Net income</b>	<b>22</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
<b>Net income, adjusted</b>	<b>22</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>-15</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
<i>Revenue growth</i>	-	45%	10%	-21%	28%	14%
<i>Gross margin</i>	37,8%	19,6%	19,4%	19,6%	26,5%	28,8%
<i>EBIT margin, adjusted</i>	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%
<i>EPS, adjusted</i>	2,60	-0,62	-1,92	-1,58	0,47	0,99
<i>EPS growth, adjusted</i>	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Tourn International, EPB

## Cash flow analysis

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-10	-7	-8	-13	6	11
Changes in working capital	11	-9	3	-5	4	2
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>-4</b>	<b>-16</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>	<b>11</b>	<b>15</b>
Investments in fixed assets	0	0	-1	0	0	0
Investments in intangible fixed assets	0	-3	-6	-6	-5	-6
Other cash flow from investments	0	15	3	0	0	0
<b>Cash flows from investment activities</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>
<b>Free cash flows</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-21</b>	<b>6</b>	<b>9</b>
Rights issues / buybacks	0	60	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>0</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Cash flows</b>	<b>-4</b>	<b>56</b>	<b>-9</b>	<b>-21</b>	<b>6</b>	<b>9</b>
<b>Net debt</b>	<b>-3</b>	<b>-59</b>	<b>-50</b>	<b>-29</b>	<b>-35</b>	<b>-44</b>

Källa: Tourn International, EPB

## Balance sheet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Assets</b>						
Other intangible assets	10	12	17	19	21	24
Tangible fixed assets	0	0	1	1	1	1
Financial fixed assets	33	17	5	4	4	4
<b>Total fixed assets</b>	<b>44</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>29</b>
Trade receivables	14	18	17	13	17	19
Other current assets	1	2	4	3	4	4
Cash and cash equivalents and short-term investments	3	59	50	29	35	44
<b>Total current assets</b>	<b>18</b>	<b>79</b>	<b>71</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>68</b>
<b>Total assets</b>	<b>62</b>	<b>108</b>	<b>93</b>	<b>69</b>	<b>81</b>	<b>96</b>
<b>EQUITY AND LIABILITIES</b>						
Equity	15	68	50	35	40	49
<b>Total equity</b>	<b>15</b>	<b>68</b>	<b>50</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>49</b>
Other current liabilities	47	40	43	34	42	47
<b>Total current liabilities</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>34</b>	<b>42</b>	<b>47</b>
<b>TOTAL EQUITY AND LIABILITIES</b>	<b>62</b>	<b>108</b>	<b>93</b>	<b>69</b>	<b>81</b>	<b>96</b>

Källa: Tourn International, EPB

## Growth and margins

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue growth	-	45%	10%	-21%	28%	14%
EBITDA growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	59%
EBIT growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	87%
EPS growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Gross margin	37,8%	19,6%	19,4%	19,6%	26,5%	28,8%
EBITDA margin	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%	8,5%
EBITDA margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%	8,5%
EBIT margin	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%
EBIT margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%
Profit margin, adjusted	24,6%	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%	6,0%

Källa: Tourn International, EPB

## Profitability

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	22%
ROCE, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16%	25%
ROIC, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	>100%

Källa: Tourn International, EPB

## Capital efficiency

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Trade receivables / total revenues	15%	14%	11%	12%	12%	12%
Total current liabilities / total expenses	47%	29%	29%	27%	30%	31%
Working capital / total revenues	-35%	-15%	-15%	-15%	-14%	-14%
Capital turnover rate	6,2x	1,9x	2,9x	3,3x	3,7x	3,4x

Källa: Tourn International, EPB

## Financial position

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net debt	-3	-59	-50	-29	-35	-44
Equity asset ratio	24%	63%	53%	51%	49%	51%
Net debt/equity ratio	-0,2x	-0,9x	-1,0x	-0,8x	-0,9x	-0,9x
Net debt / EBITDA	0,4x	10,5x	8,2x	3,1x	-4,1x	-3,2x

Källa: Tourn International, EPB

## Share data

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,60	-0,62	-1,92	-1,58	0,47	0,99
EPS, adjusted	2,60	-0,62	-1,92	-1,58	0,47	0,99
FCF per aktie	-0,45	-0,36	-0,88	-2,15	0,63	0,90
Dividend per share	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Equity per share	1,77	7,00	5,08	3,59	4,06	5,05
Antal aktier vid årets slut, m	8,30	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75
Number of shares after dilution, average	8,30	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75

Källa: Tourn International, EPB

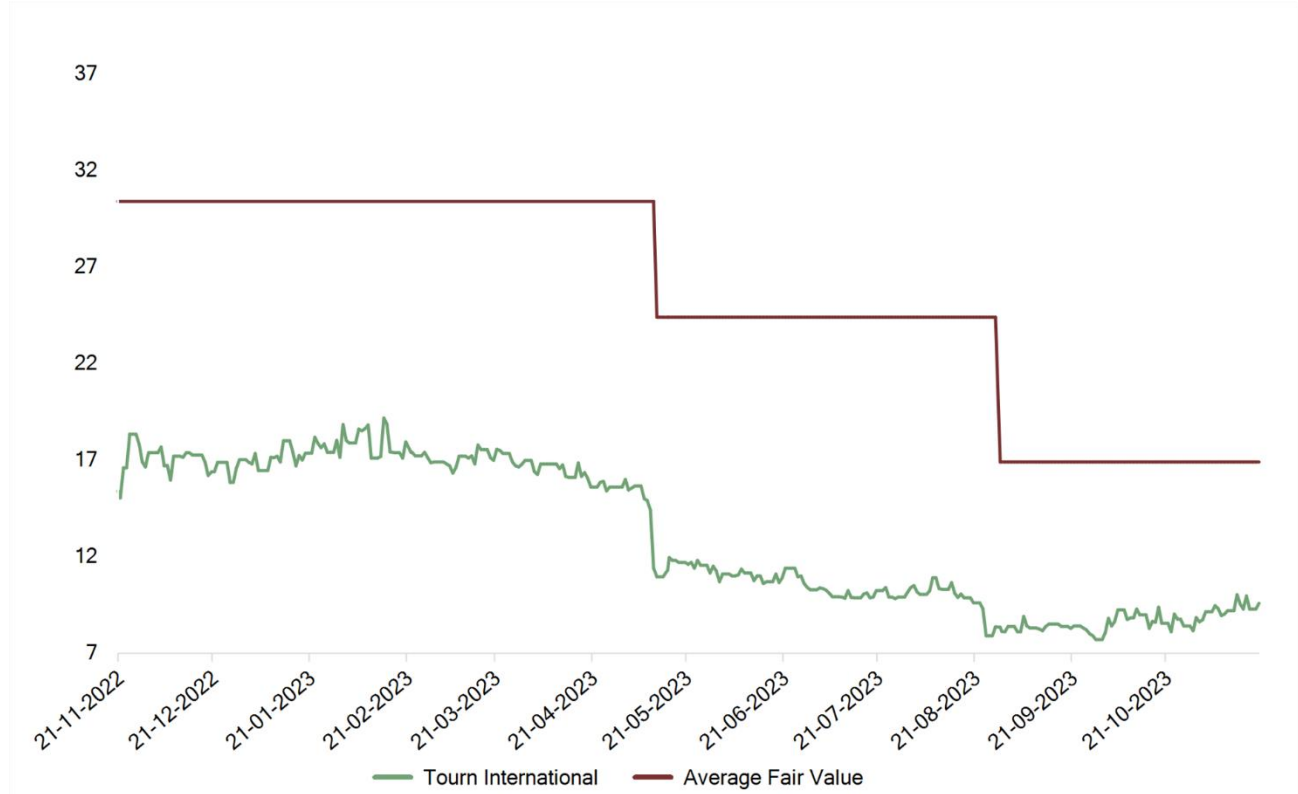
## Valuation

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, adjusted	3,7x	Neg.	Neg.	Neg.	19,4x	9,3x
P/EK	5,4x	7,0x	3,3x	2,6x	2,3x	1,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,6x	10,2x
FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%	10%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio, adjusted	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,8x	3,2x	0,8x	0,6x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,5x	4,7x
EV/EBIT, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,1x	5,9x
EV	76	419	112	65	65	65
Share price	9,5	49,0	16,6	9,2	9,2	9,2

Källa: Tourn International, EPB

## Share price and average fair value

### Tourn International (TOURN SS EQUITY)



Source: EPB, IDC



## Disclosure

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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 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](http://www.penser.se)