



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 21 november 2023

Tourn International

Tuff marknad präglar Q3

Intäkterna präglas av osäker annonsmarknad

Omsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 22 mkr (31,7 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om -31%. Utvecklingen är främst driven av nedgången i Agency, som är utsatt av en utmanad nordisk annonsmarknad. Nagato växer 7% y/y, drivet av en mer annorlunda marknadsexponering samt de fortsatta kanalköpen. Tourn indikerar samtidigt att CPM-nivåerna i kvartalet minskat med spannet 3–7% y/y. Tourn har också under tredje kvartalet adderat Therese Lindgren till Agency-verksamheten, ett lukrativt samarbete som enligt vår bedömning kommer ha synbar inverkan på Agency-omsättningen.

Intressant potential via adderade partnerskap

Rörelseresultatet minskar under Q3 till -4,3 mkr (-0,3 mkr) primärt drivet av reducerade intäkter. Vi noterar samtidigt att Tourn fortsätter att investera i förvärv av kanaler inom Nagato, vilket har inverkan på bruttomarginalen som uppgår till 14% (19%). Kassaflödet från löpande verksamhet förbättras både y/y och sekventiellt till -0,3 mkr (-7,3 mkr i Q2), och Tourn återger förväntningar på fortsatta förbättringar i Q4. I kvartalet ingick Tourn ett partnerskap med World Group Holding, som investerar i Tourns JV Tourn ASA, där Tourn behåller majoriteten av rösterna. Vi bedömer att samarbetet har stor potential och noterar att Tourn ger indikationer om adderade partnerskap under 2024.

Justeringar

Vi justerar våra prognoser för att reflektera utfallet i Q3, samt bolagets indikationer kring Q4-utvecklingen. Vi noterar samtidigt att bolaget har anslutit sig till starka profiler med stor potential inför 2024, och samarbetet med World Group Holding har potential att vara bidragande till projekt via Tourn ASA. Vi ser ett nytt motiverat värde per aktie om 14–16 kr (16–17 kr).

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	14,0 - 16,0 SEK	
Totala intäkter	-19,3%	-15,9%	-15,4%	144	115	146	167	Aktiekurs	9,2 SEK	
EBITDA, just.	N/M	-33,9%	-25,4%	Tillväxt	10%	-21%	28%	14%	Riskenivå	High
EPS, just.	N/M	-48,9%	-32,5%	EBITDA, just.	-6	-9	9	14	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser			EBIT, just.	-8	-13	6	11			
Q4 - rapport	15 februari 2024		EPS, just.	-1,9	-1,6	0,5	1,0			
Q1 - rapport	11 maj 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%			
Bolagsfakta (mSEK)			EK/aktie	5,1	3,6	4,1	5,1			
Antal aktier	9,8m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	90		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%			
Nettoskuld	-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			
Daglig handelsvolym, snitt	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			
Analytiker			P/E, just.	-8,7x	-5,8x	19,4x	9,3x	Intressekonflikter		
Hjalmar Jernström			P/EK	3,3x	2,6x	2,3x	1,8x	Yes	No	
hjalmar.jernstrom@penser.se			FCF yield	-5%	-23%	7%	10%	Likviditetsgarant	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	8,2x	3,1x	-4,1x	-3,2x	Certified adviser	✓	
							Transaktioner 12m	✓		

Investment case

Tourn är ett Techbolag inom den snabbväxande marknaden för influencer marketing. Vi ser attraktiva aspekter som relaterar till bolagets marknadsposition, den skalbara affärsmodellen och exponeringen mot en underliggande marknad som har växt kraftigt. Marknaden förväntas även växa kraftigt under kommande år, drivet av fortsatt konvertering mot digitala marknadskanaler, samt den goda avkastningen på marknadsföringsinvesteringar, som präglar marknaden för influencer marketing.

Sedan bolaget grundades har Tourn uppvisat en kraftig omsättningstillväxt, och i Sverige har Tourns Agency-verksamhet befest en stark marknadsposition där man representerar de flesta av Sveriges ledande influencers. Tourns lösningar i till stor del plattformsbaserade, vilket medför att de är automatiserade och bidrar till en stark skalbarhet. Fortsatt god tillväxt har därmed potential att höja lönsamheten och skapa en attraktiv marginalprofil.

Utöver detta är Tourn exponerat mot en underliggande marknad som historiskt uppvisat en kraftig tillväxt. Marknadsbedömare uppskattar marknadstillväxten för influencer marketing under perioden 2016–2022 till CAGR om 40%. Starka drivare av marknadstillväxten är aspekter som högre kostnadseffektivitet, och möjligheten att nå en mer nischad mottagargrupp, jämfört med mer traditionella marknadsföringskanaler. Den starka strukturella tillväxten ger Tourn goda möjligheter att på sikt fortsätta redovisa stark tillväxt.

Bolagsbeskrivning

Tourn är ett Techbolag som tillhandahåller olika tjänster och plattformar inom marknaden för influencer marketing. Tourn delar upp verksamheten i de tre affärsområdena Agency, NAGATO och Charge. Agency omfattar Tourns influenceragentur som arbetar med att ansluta influencers med annonsörer. Nagato omfattar Tourns MCN (Multi-Channel Network), en plattform som hjälper Youtube-kanaler med lösningar för att bland annat underlätta intäktsgenerering, löneadministration, fakturering, redovisning och arbete relaterat till upphovsrättsskydd. Charge är ett affärsområde med en plattform som hjälper e-sportutövare med hantering av samarbeten, fakturering och administrativt arbete. Tourn grundades 2013 och huvudkontoret ligger i Stockholm.

Värdering

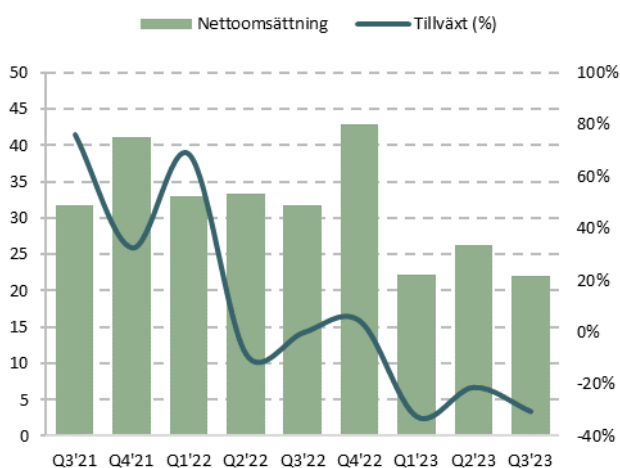
Vi värderar Tourn med en multipelbaserad ansats och en DCF-modell. Multipelansatsen baseras på en Price/Sales-multipel för omsättningsprognoserna för kommande tolv månadersperiod. Vi ser ett motiverat värde om 14–16 kr per aktie (16–17 kr).

Kvartalet i detalj

Tourns omsättning för Q3 uppgick till 22 mkr (32 mkr) varav Agency var 5,4 mkr, Nagato 16,3 mkr och Tourn Lab omsatte 0,6 mkr. Agency hade en omsättning som präglades av annonsmarknaden, som i Norden var mycket tuff under perioden. Mediemarknaden är generellt tuff just nu i Norden, vilket gör investeringar mer restriktiva och senarelagda. Samtidigt indikerar Tourn att ordervärdet om ca 15 mkr för Q4 inom Agency. Tillväxten i Nagato fortsatte, drivet av de investeringar som Tourn bedrivit inom segmentet under 2023. Vi bedömer att vi kommer se accelererande effekter av förvärvstakten under kommande år, och att investeringarna kommer att bidra till tillväxten under 2024.

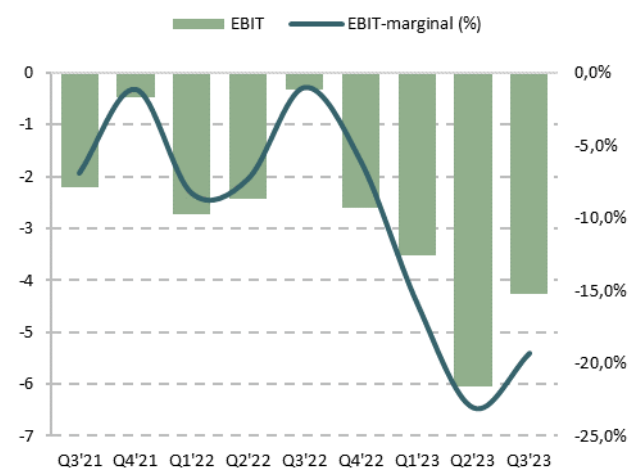
Rörelseresultatet uppgick till -4,3 mkr (-0,3 mkr) primärt drivet av lägre intäkter. Tourn kommenterar att man framöver kommer att fortsätta arbeta med sitt uttalade kostnadsfokus, och vi bedömer att de fulla effekterna kommer att synliggöras under 2024. Tourn indikerar också att kassaflödet kommer att förstärkas sekventiellt under Q4.

Diagram 1: Omsättning och tillväxt



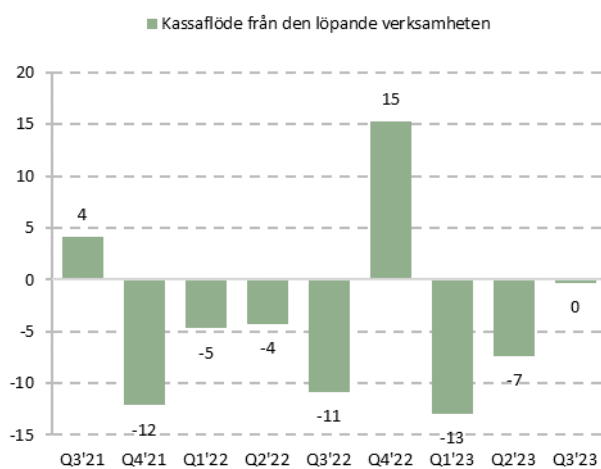
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 2: EBIT och marginal



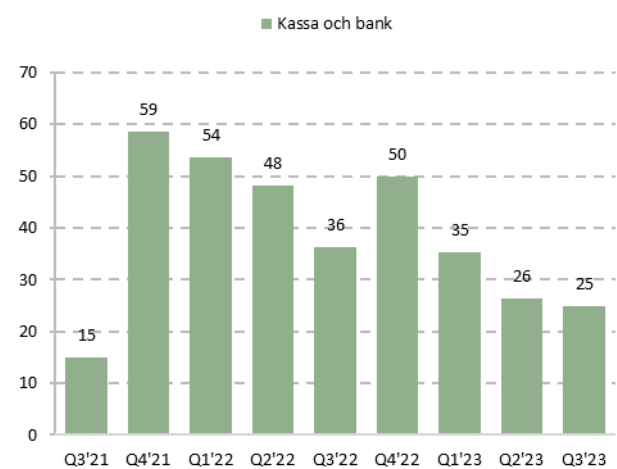
Källa: Bolagsrapporter

Diagram 3: Kassaflöde från den löpande verksamheten



Källa: Bolagsrapporter

Diagram 4: Kassa och bank



Källa: Bolagsrapporter

Estimatjusteringar och värdering

Estimatjusteringar

Vi väljer att justera våra prognoser för Q3, men även efter att bolagets indikationer kring Q4 var lägre än vad vi tidigare räknat med. Vi noterar att intjäningen är väldigt känslig för utvecklingen inom CPM-nivåer inom Nagato, och att intjäningen är väldigt beroende av utvecklingen i den underliggande marknaden. Samtidigt fortsätter Tourn förvärva Youtubekanaler inom Nagato, som förväntas bidra starkt under 2024 i våra prognoser. Vi justerar ned våra prognoser för innevarande år med ca 20%, men marginella förändringar av våra tillväxtförväntningar för kommande år.

Multipelansats

Nedan sammanfattas vår multipelvärdering. Vi värderar Tourn med en Price/Sales-multipel för kommande tolv månadersperiod. Vi applicerar en multipel om 1,0x för våra omsättningsprognoser för kommande tolv månadersperiod. Vår målmultipel är något högre än snittmultipeln för jämförelsebolag (som är ca 0,8x) och motiveras av något högre prognosticerad tillväxt. Vi sammanfattar också känsligheten för andra multipelantaganden. Multipelansatsen indikerar ett värde om 14 kr per aktie.

Tabell 1: Multipelvärdering

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						

Källa: EPB

DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Värderingen baseras på centrala antaganden kring långsiktig lönsamhet, tillväxt bortom prognosperioden och en diskonteringsränta om 16%. Diskonteringsräntan baseras på en riskfri ränta om 2,5%, riskpremie om 5,5%, en bolagsstorlekspremie om 6% och en extra riskpremie om 2%, som kommer av ett starkt beroende av den externa marknaden, som i sin tur är cyklisk. Vi antar en långsiktig EBIT-marginal om 12%, och en långsiktig tillväxt om 3%. DCF-modellen indikerar ett värde om 14 kr per aktie.

Tabell 2: DCF-tabell

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	55	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	59	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,0%
Företagsvärde (EV)	114	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	WACC	16%	Rörelsekapital, % av omsättning	15,0%
Eget kapital	139	Skattesats			20,4%
Antal utstående aktier, full utspädning	10				
Eget kapital per aktie	14				

Källa: EPB

Nedan sammanfattas hur värderingen påverkas av andra antaganden kring långsiktig EBIT-marginal och långsiktig tillväxt samt diskonteringsränta.

Tabell 3: Känslighetstabell

	WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
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	
WACC 16,0%	14	14	14	15	15	WACC 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	

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	88	129	141	111	141	161
Övriga rörelseintäkter	3	3	3	4	5	6
Totala intäkter	91	132	144	115	146	167
Kostnad sålda varor	-58	-106	-117	-93	-109	-121
Bruttoresultat	33	25	27	22	37	46
Försäljningskostnader	-28	-26	-25	-22	-21	-22
Övriga rörelsekostnader	-14	-4	-8	-9	-8	-10
EBITDA	-8	-6	-6	-9	9	14
EBITDA, justerad	-8	-6	-6	-9	9	14
EBITA, justerad	-8	-6	-6	-9	9	14
Amortering	-1	-1	-2	-4	-3	-3
EBIT	-10	-7	-8	-13	6	11
EBIT, justerad	-10	-7	-8	-13	6	11
Finansnetto	31	1	-11	-1	-1	-1
Resultat före skatt	22	-6	-19	-15	5	10
Resultat före skatt, justerad	22	-6	-19	-15	5	10
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	0	0
Nettoresultat	22	-6	-19	-15	5	10
Nettoresultat, justerad	22	-6	-19	-15	5	10
Intäktstillväxt	-	45%	10%	-21%	28%	14%
Bruttomarginal	37,8%	19,6%	19,4%	19,6%	26,5%	28,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%
EPS, justerad	2,60	-0,62	-1,92	-1,58	0,47	0,99
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Tourn International, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-10	-7	-8	-13	6	11
Förändringar i rörelsekapital	11	-9	3	-5	4	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-4	-16	-5	-15	11	15
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-3	-6	-6	-5	-6
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	15	3	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	12	-4	-6	-5	-6
Fritt kassaflöde	-4	-4	-9	-21	6	9
Nyemission / återköp	0	60	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	60	0	0	0	0
Kassaflöde	-4	56	-9	-21	6	9
Nettoskuld	-3	-59	-50	-29	-35	-44

Källa: Tourn International, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	10	12	17	19	21	24
Materiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	33	17	5	4	4	4
Summa anläggningstillgångar	44	29	22	23	26	29
Kundfordringar	14	18	17	13	17	19
Övriga omsättningstillgångar	1	2	4	3	4	4
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	59	50	29	35	44
Summa omsättningstillgångar	18	79	71	45	56	68
SUMMA TILLGÅNGAR	62	108	93	69	81	96
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	15	68	50	35	40	49
Summa eget kapital	15	68	50	35	40	49
Övriga kortfristiga skulder	47	40	43	34	42	47
Summa kortfristiga skulder	47	40	43	34	42	47
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	62	108	93	69	81	96

Källa: Tourn International, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	45%	10%	-21%	28%	14%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	59%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	87%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	37,8%	19,6%	19,4%	19,6%	26,5%	28,8%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%	8,5%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%	8,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	6,8%
Vinst-marginal, justerad	24,6%	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%	6,0%

Källa: Tourn International, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	22%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16%	25%
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%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	47%	29%	29%	27%	30%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	-35%	-15%	-15%	-15%	-14%	-14%
Kapitalomsättningshastighet	6,2x	1,9x	2,9x	3,3x	3,7x	3,4x

Källa: Tourn International, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	-59	-50	-29	-35	-44
Soliditet	24%	63%	53%	51%	49%	51%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,9x	-1,0x	-0,8x	-0,9x	-0,9x
Nettoskuld / EBITDA	0,4x	10,5x	8,2x	3,1x	-4,1x	-3,2x

Källa: Tourn International, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,60	-0,62	-1,92	-1,58	0,47	0,99
EPS, justerad	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
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	3,59	4,06	5,05
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

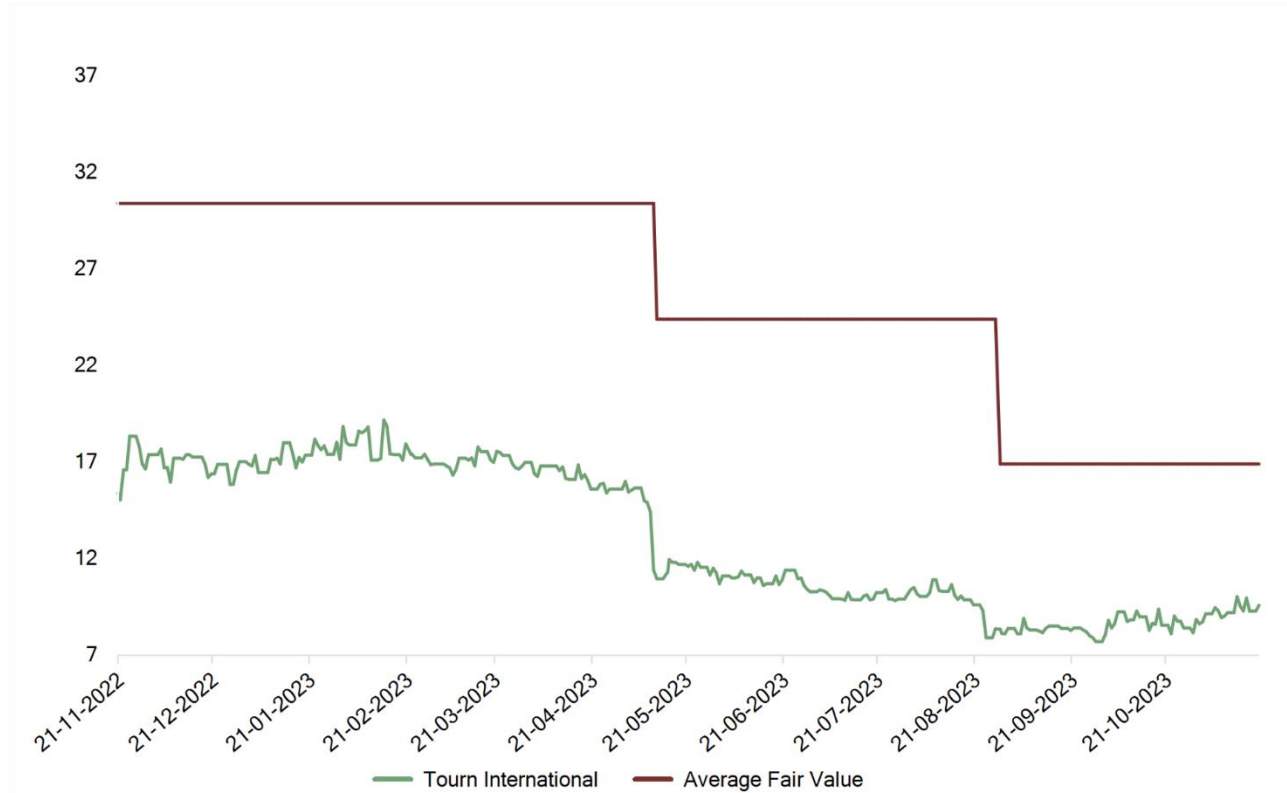
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	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%
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	0,8x	3,2x	0,8x	0,6x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,5x	4,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,1x	5,9x
EV	76	419	112	65	65	65
Aktiekurs	9,5	49,0	16,6	9,2	9,2	9,2

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 (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 på <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