



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Software | Sverige | 20 April 2023

eEducation Albert

Reduced revenue volatility not reflected in valuation

New revenue mix following major acquisitions...

Following completion of Albert's acquisitions of Film och Skola and Strawbees, the company's revenue mix has moved from some 82% B2C and 18% B2B to B2C at 60% and B2B at 40%. B2B revenues see lower churn, but sales cycles are longer. The company's recent focus on targeting larger school groups has started bearing fruit. At the end of the quarter, it signed an agreement with SBCSC, a school group in Indiana, US. The agreement entails an ARR contribution of USD 57,000, or around 2% of B2B ARR as of the end of Q4 2022.

...which is not reflected in valuation...

Albert is currently valued at a NTM EV/Sales of 0.5x – its lowest level since the IPO. This valuation is considerably lower than for companies with consumer-oriented subscription services, which are valued at present at NTM EV/Sales of 1.5x. The software companies we use as the basis for our valuation modelling are at NTM EV/Sales of 4–6x. Historically, Albert has been valued in line with or at a smaller premium to other subscription-based consumer services companies. Given that the company now has a 40%/60% B2B/B2C revenue mix, we believe it should, in the long term, move towards software company valuations.

...but is reflected in fair value

We maintain our SEK 52–54 fair value and believe that, through its recent acquisitions, the company has taken a large step towards its financial target of SEK 500m in net sales in 2025. We see the increased share of B2B revenues reducing revenue volatility and easing the company towards profitability as marketing comes to represent less of revenues, thus justifying an expansion of multiples.

Estimate changes				Forecasts (SEKm)					Valuation and risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Fair value	SEK 52–54												
Total revenues	0,0%	0,0%	0,0%	Total revenues	141	225	322	448	Share price	SEK 8.3												
EBITDA, adjusted	0,0%	0,0%	0,0%	Growth	>100%	59%	43%	39%	Risk level	Medium												
EPS, adjusted	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, adjusted	-71	-35	11	51	<div style="background-color: #006633; color: white; padding: 2px;">12-mth share price development</div>													
Coming events				EBIT, adjusted	-102	-67	-19	24														
				EPS, adjusted	-5,6	-3,1	-0,7	0,8														
Q1 - report	2 May 2023			EPS growth, adj.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Q2 - report	23 August 2023			Equity per share	13,6	9,7	9,0	9,8														
Company details (SEKm)				EBIT margin	Neg.	Neg.	Neg.	5,6%														
				Number of shares	25m			ROE, adjusted			Neg.	Neg.	Neg.	8,1%								
Market capitalisation	208			ROCE, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	10,2%														
Net debt	(104)			EV/Sales	1,8x	0,5x	0,3x	0,2x														
EV	103			EV/EBITDA	-	-	9,4x	2,0x														
Free float	40%			EV/EBIT	-	-	-	4,3x														
Daily trading volume, average	27k			P/E, adjusted	-	-	-	10,9x														
Bloomberg Ticker	ALBERT SS EQUITY			P/book value	1,5x	0,9x	0,9x	0,8x														
Analyst				FCF yield	-	-	-	13%	<div style="background-color: #006633; color: white; padding: 2px;">Conflicts of interest</div> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Market maker</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transactions, 12 mth</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Market maker	✓		Certified adviser		✓	Transactions, 12 mth		✓
					Yes	No																
Market maker	✓																					
Certified adviser		✓																				
Transactions, 12 mth		✓																				
Rikard Engberg				Net debt/EBITDA	1,5x	3,4x	-9,9x	-2,7x														
rikard.engberg@penser.se																						

Investment case

Albert holds a leading position in the European edtech market, which grew by an average 32% in 2020–22. This is partly a result of the coronavirus pandemic but also because school systems today are struggling to manage with only analogue platforms. Unlike the markets in the US and Asia, the European market is particularly fragmented, but we believe Albert can play an active role in its consolidation thanks to its leading market position.

We believe sustainability is a key driving force in Albert's sales – tied in with no.4 of the UN's Sustainable Development Goals: Ensure inclusive and equitable quality education and promote lifelong learning opportunities for all. The company's activities aim to increase the availability of study help for children at a significantly lower cost than many other alternatives. As a result of its acquisitions, Albert can now work towards better and more accessible education in a number of European countries.

Company profile

Albert has developed the leading platform for mathematics and a number of other subjects in the Swedish market, and it has started its expansion into other European countries. For now, it is available in Sweden, Denmark, Poland, and Finland. The platform is module-based and linked to national curriculums, which means it can rapidly build a presence in a new market and expand the range of topics.

Albert sells its product as SaaS solutions to parents of primary school children. The company currently has ARR (annual recurring revenues) of SEK 155m. By selling its services on a subscription basis, Albert reduces the volatility in its revenues and enables stable long-term growth. The company was previously focused on sales to consumers, but through recent acquisitions, it has built a solid B2B presence, selling solutions to schools that use its products in teaching. The company targets turnover of SEK 500m by 2025, and we see great potential in the share if Albert achieves this.

In Europe, there are currently only 15 edtech company with a valuation exceeding USD 100m. We thus believe the company has a good chance of being among the players consolidating the European market.

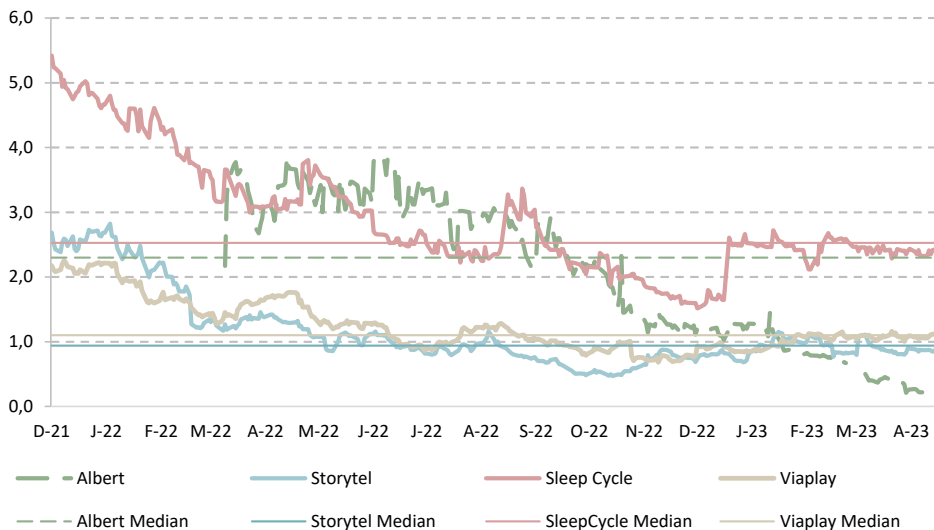
Valuation

We have chosen to apply a multiples valuation using our 2025 estimates for Albert. This is then discounted to present value using a discount rate of 15% as a proxy for IRR. This suggests an overall fair value of SEK 52–54.

Valuation

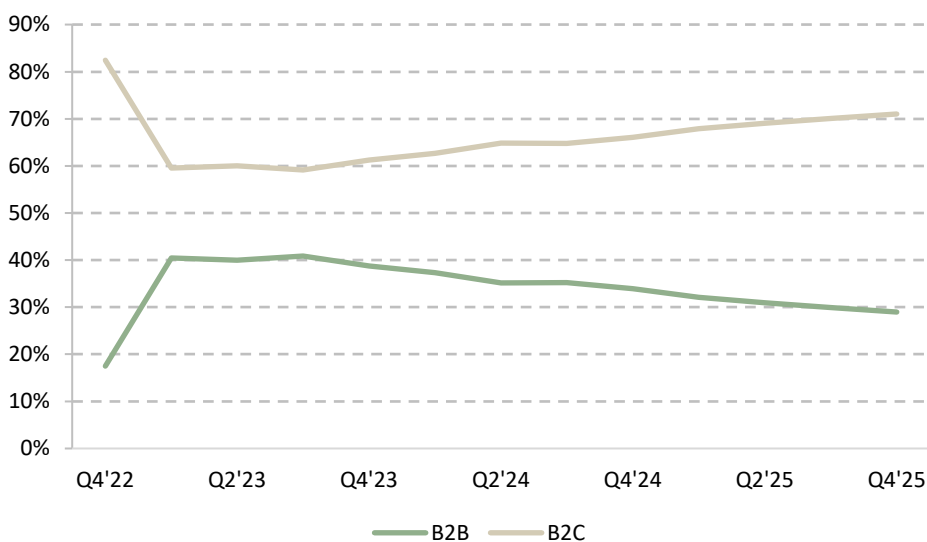
In our view, the companies most like Albert and that should form the basis for valuation are listed software companies. Albert has recently been valued more in line with consumer-oriented subscription service providers, though. And Albert has even underperformed these over the past year. Historically, these companies have traded at a premium, thanks to their robust growth.

Has lost its previous premium to subscription services...



Source: Factset

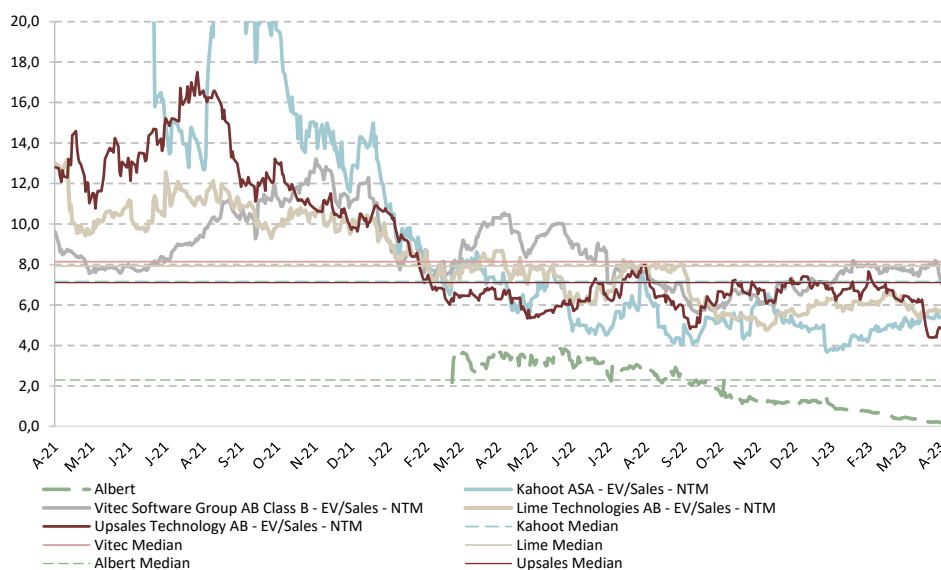
...despite a revenue mix with far lower volatility...



Source: Company, EPB

We believe that as the B2B business comes to represent a larger share of revenues, the company will need to invest less than the relative turnover in customer acquisitions, which should propel it towards profitability. We anticipate this by the end of our forecast period. Moreover, Albert has increased its focus on selling annual subscriptions rather than charging monthly. This should lead to reduced churn, which means lower marketing investments in order to maintain growth. Increased annual subscription sales strengthen the cash flows, as these are paid in advance. We thus see no risks associated with Albert's cash flows in the coming years.

...that suggests valuation should be more towards software companies and Kahoot



Source: Factset

We believe that, thanks to its changed revenue mix stemming from the three acquisitions completed in Q1, Albert should be valued more in line with listed software companies on the Stockholm exchange. When calculating our fair value, we have assumed a discount of around 10% to these companies and believe Albert should be valued in line with Kahoot, the largest edtech company on the Nordic exchanges. In our view, the implicit WACC at which Albert trades reflects a significantly higher risk profile than we believe is justified for the company.

We do not believe implicit WACC accurately reflects Albert's risk profile

DCF valuation

Valuation output		WACC assumptions		Terminal value assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	167	Risk free nominal rate	2,5%	Long term growth rate	2,0%
PV of terminal value (perpetuity formula)	100	Risk premium	5,5%	Long term EBIT margin	20,0%
Enterprise value	267	Extra risk premium	3,0%	Depreciation (% of sales)	3,0%
Latest net debt	116	Beta	0,1	Capex (% of sales)	5,0%
Minority interests & other	0	Cost of equity	24,5%	Working cap. (% of sales)	8,0%
Equity value	151	Cost of debt (pre-tax)	0,0%	Tax rate	22%
No. of shares outstanding (millions)	18	Tax rate	0%		
Equity value per share	8,6	Target debt/(debt + equity)	10%		
		WACC	24,5%		

Sensitivity analysis

Sensitivity analysis

	Long-term growth rate					Long-term EBIT margin					
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%	
11,0%	9,8	10,1	10,5	10,9	11,2	23,5%	6,7	8,6	10,5	12,4	14,3
11,5%	8,9	9,2	9,5	9,9	10,2	24,0%	5,9	7,7	9,5	11,3	13,1
WACC 24,5%	8,0	8,3	8,6	8,9	9,2	WACC 24,5%	5,1	6,9	8,6	10,3	12,0
12,5%	7,1	7,4	7,7	8,0	8,3	25,0%	4,4	6,1	7,7	9,4	11,0
13,0%	6,3	6,6	6,9	7,2	7,4	25,5%	3,7	5,3	6,9	8,4	10,0

Source: EPB

Peers

Name	Share price (USD)	Share price perf.			M-cap (USD)	EV/S			EV/EBITDA			CY rev. growth	
		LTM	L6M	LTM		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024
SignUp Software	10,0	nm	7,8%	22,5%	228	6,62	5,45	4,64	42,5	29,2	20,8	27,2%	21,4%
Carasent	1,5	-62,4%	-32,3%	0,0%	122	2,34	1,97	1,66	11,7	6,8	4,7	25,2%	18,7%
SignUp Software	10,0	nm	7,8%	22,5%	228	6,62	5,45	4,64	42,5	29,2	20,8	27,2%	21,4%
Carasent	1,5	-62,4%	-32,3%	0,0%	122	2,34	1,97	1,66	11,7	6,8	4,7	25,2%	18,7%
AVTECH Sweden	0,4	9,5%	32,6%	34,0%	22	7,84	6,82	nm	16,8	13,4	nm	26,2%	15,0%
Fortnox	6,7	10,1%	20,9%	48,4%	4 024	24,65	18,61	14,66	50,0	36,1	27,8	31,4%	32,6%
SmartCraft	1,9	-4,1%	10,2%	37,0%	311	nm	nm	nm	nm	nm	nm	17,4%	14,9%
Kahoot	2,3	-53,7%	-2,9%	12,3%	1 105	4,70	3,80	nm	20,4	13,1	nm	20,6%	18,7%
Lime Technologies	23,2	-31,8%	-21,9%	15,0%	289	5,70	5,04	4,47	18,6	16,9	14,7	13,5%	13,0%
SimCorp	77,1	-32,8%	-6,1%	17,9%	3 026	4,65	4,30	3,89	19,5	16,8	14,6	7,3%	6,8%
Admicom	48,2	-49,8%	-27,4%	-10,9%	237	6,35	5,83	5,24	16,5	15,2	13,1	7,4%	7,8%
Lemonsoft	9,5	nm	-36,5%	1,0%	#N/A	5,80	5,32	4,89	19,6	16,7	14,7	14,4%	9,1%
Efecte	11,4	-28,5%	-3,3%	1,0%	72	2,53	2,16	1,84	496,1	30,5	16,9	14,6%	17,2%
FormPipe Software	2,5	-19,1%	-7,2%	17,9%	134	2,61	2,38	2,18	13,1	10,1	9,0	12,2%	9,5%
Vitec Software Group	50,8	-5,2%	14,3%	29,8%	1 654	7,53	6,55	5,80	20,1	17,0	14,9	30,7%	14,7%
Karnov Group	5,1	-3,8%	-18,5%	-4,5%	545	3,19	3,09	2,99	12,7	11,3	10,2	114,8%	3,7%
Litium	1,0	-48,1%	-26,2%	-16,7%	17	1,77	1,39	1,13	17,0	5,9	4,9	20,0%	28,2%
Upsales Technology	5,1	-32,3%	-30,3%	-26,7%	88	5,12	4,00	3,22	17,2	13,4	11,6	30,2%	28,0%
Albert	0,8	-83,1%	-74,8%	-54,6%	14	0,46	0,32	0,23	neg	9,4	2,0	59,0%	43,1%
Median						5,12	4,30	3,89	18,61	15,19	14,56	23%	16%
medel						5,90	4,95	4,19	49,78	16,96	13,56	26%	17%
Vs Albert						-92%	-94%	-94%	#VALUE!	-38%	-85%	128%	159%

Source: Factset

We see upside thanks to the changed mix...

X-axis WACC, Y-axis EV/ARR 2025

	10%	13%	15%	18%	20%
3,1	46,7	44,4	42,1	40,1	38,1
3,4	51,9	49,3	46,8	44,5	42,4
3,8	57,7	54,8	52,0	49,5	47,1
4,3	64,1	60,9	57,8	55,0	52,3
4,7	70,5	66,9	63,6	60,5	57,5
5,1	77,6	73,6	70,0	66,5	63,3
5,7	85,3	81,0	77,0	73,2	69,6

Source: EPB

...with even more should targets be met

X-axis (ARR, Y-axis EV/ARR 2025) WACC 15%

	10%	13%	15%	18%	20%
3,4	51,5	48,1	45,1	42,2	39,7
3,8	57,2	53,5	50,1	46,9	44,1
4,2	63,6	59,4	55,6	52,1	49,0
4,7	70,6	66,0	61,8	57,9	54,4
5,2	77,7	72,6	68,0	63,7	59,8
5,7	85,5	79,9	74,8	70,1	65,8
6,3	94,0	87,9	82,3	77,1	72,4

Source: EPB

Income statement

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net sales	24	63	123	209	306	432
Other operating income	6	8	18	16	16	16
Total revenues	30	70	141	225	322	448
Gross profits	30	70	141	225	322	448
Other operating costs	-50	-123	-213	-259	-311	-397
EBITDA	-21	-52	-71	-35	11	51
EBITDA, adjusted	-21	-52	-71	-35	11	51
EBITA, adjusted	-21	-52	-71	-35	11	51
Amortisation	-5	-5	-31	-32	-30	-27
EBIT	-26	-57	-102	-67	-19	24
EBIT, adjusted	-26	-57	-102	-67	-19	24
Profit/loss before tax	-26	-57	-102	-67	-19	24
Profit/loss before tax, adjusted	-26	-57	-102	-67	-19	24
Total taxes	0	0	5	0	2	-5
Net income	-26	-57	-98	-67	-17	19
Net income, adjusted	-26	-57	-98	-67	-17	19
Revenue growth	-	>100%	>100%	59%	43%	39%
Gross margin	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,6%
EPS, adjusted	-1,55	-3,37	-5,64	-3,14	-0,69	0,76
EPS growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Source: eEducation Albert, EPB

Cash flow analysis

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-26	-57	-102	-67	-19	24
Other cash flow items	5	6	31	33	30	22
Changes in working capital	9	-1	8	63	-2	-4
Cash flows from operating activities	-12	-52	-63	29	8	43
Investments in fixed assets	-6	-8	-17	-86	-16	-16
Other cash flow from investments	0	-5	-69	0	0	0
Cash flows from investment activities	-6	-13	-85	-86	-16	-16
Free cash flows	-18	-65	-148	-57	-8	27
Rights issues / buybacks	66	249	0	70	0	0
Changes in liabilities	-1	-1	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	65	248	0	70	0	0
Cash flows	48	183	-148	13	-8	27
Net debt	-69	-251	-104	-117	-109	-136

Source: eEducation Albert, EPB

Balance sheet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Assets						
Goodwill	0	0	46	38	31	25
Other intangible assets	1	12	21	91	91	91
Other fixed assets	5	9	48	39	32	27
Total fixed assets	5	22	115	168	154	143
Trade receivables	0	5	7	19	26	37
Other current assets	3	1	77	11	13	17
Cash and cash equivalents and short-term investments	69	251	104	117	109	136
Total current assets	71	258	189	146	149	189
Total assets	77	280	304	315	303	332
EQUITY AND LIABILITIES						
Equity	70	267	239	242	225	244
Total equity	70	267	239	242	225	244
Other long-term liabilities	1	0	28	28	28	28
Total long-term liabilities	1	0	28	28	28	28
Trade payables	0	2	7	12	17	24
Other current liabilities	5	10	30	32	32	35
Total current liabilities	6	13	36	44	49	60
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	77	280	304	315	302	332

Source: eEducation Albert, EPB

Growth and margins

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue growth	-	>100%	>100%	59%	43%	39%
EBITDA growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS growth, adjusted	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Gross margin	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA margin	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,6%	11,7%
EBITDA margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,6%	11,7%
EBIT margin	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,6%
EBIT margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,6%
Profit margin, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,4%

Source: eEducation Albert, EPB

Profitability

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%
ROCE, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%
ROIC, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21%

Source: eEducation Albert, EPB

Capital efficiency

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Inventory / total revenues	-	0%	0%	0%	0%	0%
Trade receivables / total revenues	0%	8%	5%	8%	8%	8%
Total current liabilities / total expenses	12%	10%	17%	17%	16%	15%
Working capital / total revenues	-10%	-8%	34%	-7%	-3%	-1%
Capital turnover rate	0,4x	0,3x	0,6x	0,9x	1,4x	1,8x

Source: eEducation Albert, EPB

Financial position

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net debt	-69	-251	-104	-117	-109	-136
Equity asset ratio	91%	95%	79%	77%	74%	74%
Net debt/equity ratio	-1,0x	-0,9x	-0,4x	-0,5x	-0,5x	-0,6x
Net debt / EBITDA	3,3x	4,8x	1,5x	3,4x	-9,9x	-2,7x

Source: eEducation Albert, EPB

Share data

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,55	-3,37	-5,64	-3,14	-0,69	0,76
EPS, adjusted	-1,55	-3,37	-5,64	-3,14	-0,69	0,76
FCF per share	-1,05	-3,83	-8,55	-2,68	-0,32	1,06
Equity per share	4,12	15,7	13,6	9,70	9,01	9,77
Number of shares at year-end, m	17,0	17,0	17,6	25,0	25,0	25,0
Number of shares after dilution, average	17,0	17,0	17,3	21,3	25,0	25,0

Source: eEducation Albert, EPB

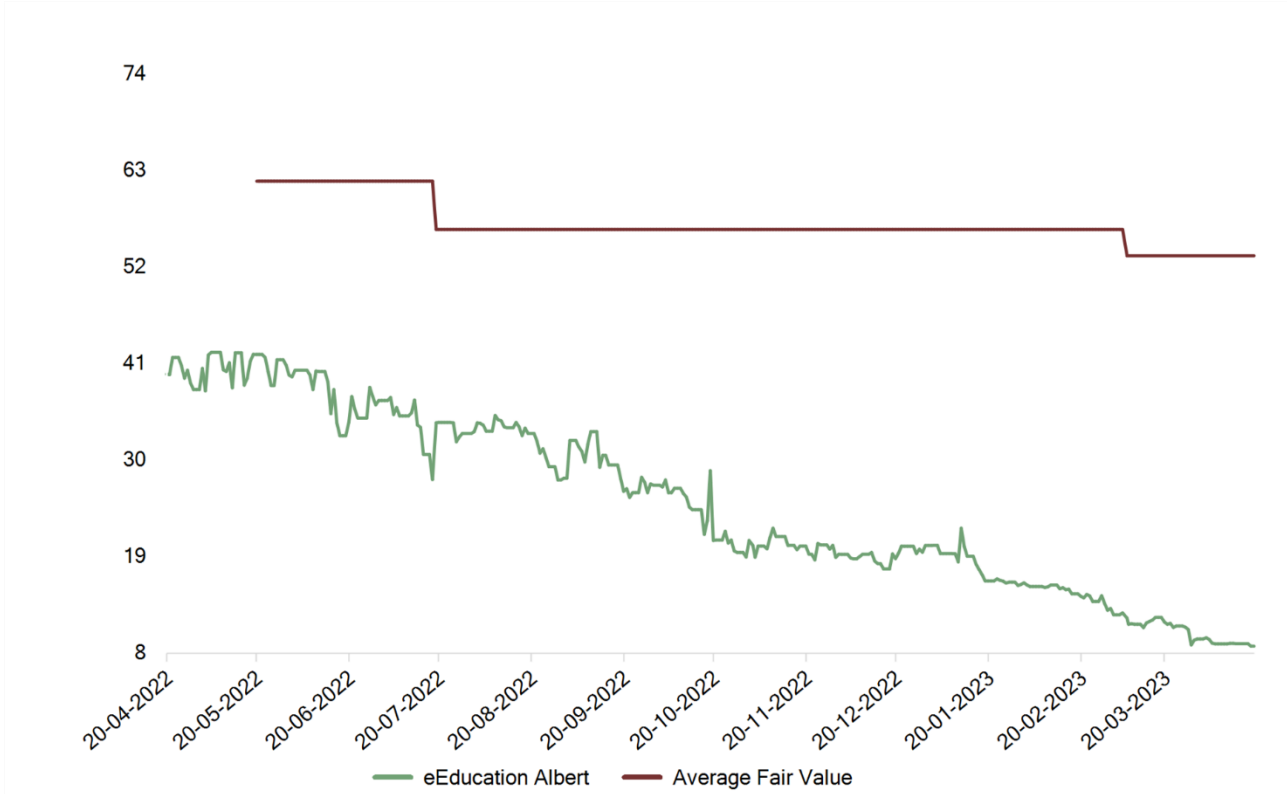
Valuation

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,9x
P/book value	Neg.	2,7x	1,5x	0,9x	0,9x	0,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8x
FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%
Dividend yield	Neg.	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	Neg.	6,9x	1,8x	0,5x	0,3x	0,2x
EV/EBITDA, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4x	2,0x
EV/EBIT, adjusted	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,3x
EV	Neg.	483	248	103	103	103
Share price	-	43,2	20,0	8,3	8,3	8,3

Source: eEducation Albert, EPB

Share price and average fair value

eEducation Albert (ALBERT SS EQUITY)



Source: 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, multipelvärdning 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