



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Software | Sverige | 04 oktober 2023

eEducation Albert

Change in revenues not reflected in valuation

Market overestimates risk in B2C revenues

In Q2, B2C represented around 50% of Albert's revenues. These revenues stem largely from monthly or annual subscriptions. Moreover, we believe the market also overestimates the churn risk in monthly subscriptions. We believe end-customers prioritise Albert's services. At the same time, prices for different forms of marketing have decreased, allowing Albert to expand its B2C business. As marketing costs have diminished as a proportion of turnover, the company is closing in on profitability. In addition, we anticipate decent growth in H2 as the start of the school term often brings good growth in volumes.

Revenue improvement not reflected in share price

Albert targets turnover of SEK 500m for 2025, and we believe this goal should form the basis for both estimates and valuation. In our view, Albert's acquisitions in early 2023 represent a large step towards this target, and the share price should see a revaluation as the company now has a considerably higher share of B2B revenues than before. These are less volatile than their B2C counterparts, justifying a higher valuation. Moreover, we do not believe the journey towards profitability and positive cash flows Albert has taken during H1 2023 is reflected in the share price.

Unchanged view on valuation and estimates

We believe the company will gradually move towards profitability on the EBITDA level over the next two quarters, as marketing investments will decrease, while B2B business will continue to grow. We consider the foremost share price catalyst is Albert reporting figures in the black, which we anticipate during Q4 2023.

Estimate changes				Prognos (mSEK)				Valuation and risk			
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Fair value	45,0 - 47,0SEK	
Totala intäkter	1,5%	3,3%	0,6%	Totala intäkter	141	223	275	346	Share price	7,9SEK	
EBITDA, just.	N.m.	2,3%	2,1%	Tillväxt	>100%	58%	24%	26%	Risk level	Medel	
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-71	-5	29	61	Price Performance 12 months 		
Coming events				EBIT, just.	-102	-62	-27	5			
Q3 - report	23 november 2023			EPS, just.	-5,6	-2,9	-1,1	0,0			
Q4 - report	23 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			
Company facts (SEK m)				EK/aktie	13,6	9,7	8,6	8,7			
Number of shares	25m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%			
Market capitalisation	197			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	0,5%			
Net debt	-95			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	2,1%			
EV	102			EV/Sales	1,8x	0,5x	0,4x	0,3x			
Free float	74%			EV/EBITDA	-	-	3,5x	1,7x			
Daily trading volume, average	1k			EV/EBIT	-	-	-	22,1x			
Bloomberg Ticker	ALBERT SS EQUITY			P/E, just.	-	-	-	193,2x	Conflicts of interest		
Analyst				P/EK	1,5x	0,8x	0,9x	0,9x			
Rikard Engberg				FCF yield	-	-	-	3%		Yes	No
rikard.engberg@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	1,5x	12,0x	-1,7x	-0,9x	Market maker	✓	
									Certified adviser	✓	
									Transactions, 12 mth		✓

Investment case

Higher share of recurring revenues with lower volatility: Thanks to acquisitions, Albert has evolved from a company focused on consumer services to having around 50% of its turnover from B2B operations, with schools and larger educational groups as the target group. These revenues offer lower volatility and do not require the same level of investments into marketing. We believe the market overlooks this development, as the company is valued as a consumer company.

Profitability on the cards: As Albert has increased its focus on B2B operations, marketing expenses represent a lower share of turnover. The company has thus successively improved its profitability during H1 2023. We expect it soon to report positive cash flows and EBITDA in the black. This should prove a share price catalyst. We believe the company's solid balance sheet, with its large net cash position, will be more than enough for it to achieve profitability soon.

Sustainability: 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. 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 206m. By selling its services on a subscription basis, Albert reduces the volatility in its revenues and enables stable long-term growth. The company targets turnover of SEK 500m in 2025, which is partly the basis for our estimates.

In Europe, there are currently only 15 edtech company with a valuation exceeding USD 100m. Albert has proven itself one of the leading consolidators in this fragmented market. We anticipate economies of scale from the position it has built for itself.

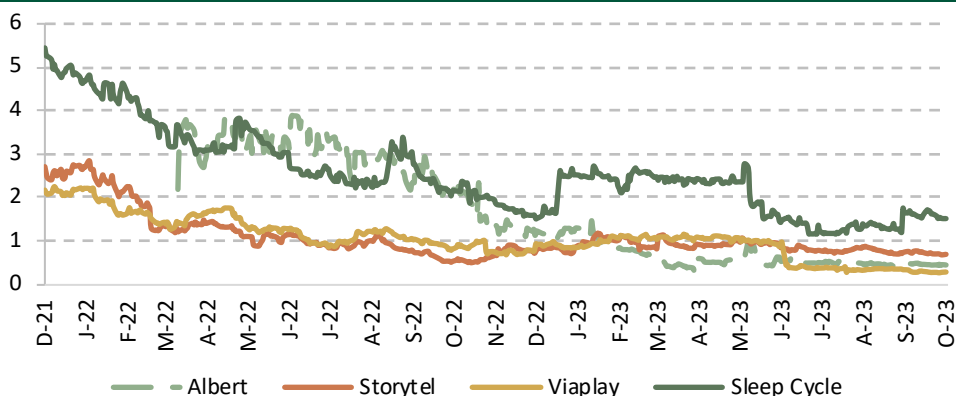
Valuation

We have chosen to apply a multiples valuation using our 2025 estimates for Albert. We have then discounted this to present value using a discount rate of 15% as a proxy for IRR, which leads to a fair value of SEK 45–47.

Valuation

In our view, the companies most like Albert and that should form the peer group for its 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 during the year. Historically, these companies have traded at a premium, thanks to their robust growth.

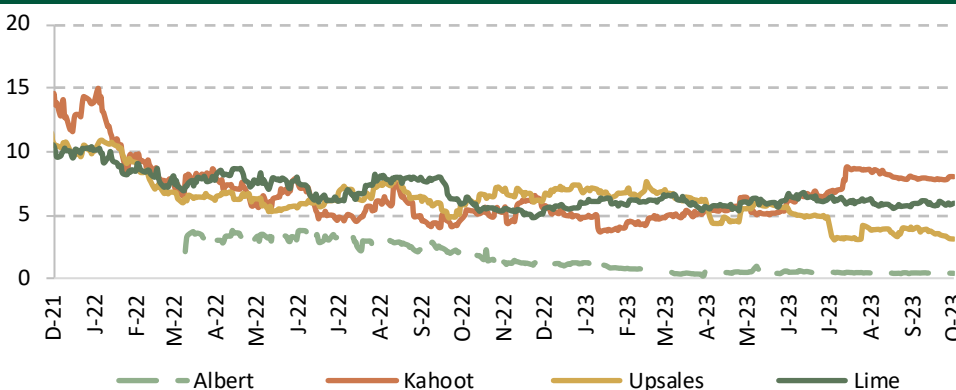
Previous premium on subscription services lost on fwd EV/Sales...



Source: Factset

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 expect this to happen in 2024. 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 limited risk associated with Albert's cash flows in the coming years.

...despite acquisitions making it closer to a B2B SaaS company



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. In setting our fair value, we have applied a discount of some 30% to these. The company is thus valued around 10% lower than companies we have looked at that deliver subscription services to consumers. Our fair value is thus SEK 45–47 per share.

Currently, Albert is traded at around 2x its cash position and below book equity, which totalled SEK 252m in Q2. As we expect the company to achieve positive cash flows in Q4 2023 or H1 2024, we do not consider its current valuation to accurately reflect the company's financial risk.

Sensitivity table – multiples valuation

	X-axis WACC, Y-axis EV/Sales 2025				
	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
2,5	29	29	28	27	27
3,0	35	34	34	33	32
3,5	41	40	39	38	38
4,0	47	46	45	44	43
4,5	53	52	50	49	48
5,0	59	57	56	55	54
5,5	64	63	62	60	59

Source: EPB

DCF (I/II)

Valuation output		WACC assumptions		Terminal value assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	315	Risk free nominal rate	2,5%	Long term growth rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	346	Risk premium	5,5%	Long term EBIT margin	28,0%
Enterprise value	661	Small Cap Premium	6,0%	Depreciation (% of sales)	5,0%
Latest net debt	-95	Extra risk	0,5%	Capex (% of sales)	3,5%
Minority interests & other	0	WACC	14,5%	Working cap. (% of sales)	3,0%
Equity value	756			Tax rate	22%
No. of shares outstanding (millions)	18				
Equity value per share	42,9				

Source: EPB

DCF (II/II)

Sensitivity analysis

	WACC	Long-term growth rate					WACC	Long-term EBIT margin				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%		13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%
11,5%		45	46	48	50	52		42	45	48	51	54
12,0%		42	44	45	47	49		40	43	45	48	51
13,0%		38	39	41	42	43		36	38	41	43	45
13,5%		37	38	39	40	41		34	36	39	41	43
	14,5%	40	42	43	44	46	14,5%	38	40	43	45	48

Source: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	24	63	123	203	253	322
Övriga rörelseintäkter	6	8	18	19	22	24
Totala intäkter	30	70	141	223	275	346
Bruttoresultat	30	70	141	223	275	346
Övriga rörelsekostnader	-50	-123	-213	-228	-246	-285
EBITDA	-21	-52	-71	-5	29	61
EBITDA, justerad	-21	-52	-71	-5	29	61
EBITA, justerad	-21	-52	-71	-5	29	61
Amortering	-5	-5	-31	-49	-41	-41
EBIT	-26	-57	-102	-62	-27	5
EBIT, justerad	-26	-57	-102	-62	-27	5
Resultat före skatt	-26	-57	-102	-62	-27	5
Resultat före skatt, justerad	-26	-57	-102	-62	-27	5
Total skatt	0	0	5	0	0	-4
Nettoresultat	-26	-57	-98	-62	-27	1
Nettoresultat, justerad	-26	-57	-98	-62	-27	1
Intäktstillväxt	-	>100%	>100%	58%	24%	26%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%
EPS, justerad	-1,55	-3,37	-5,63	-2,92	-1,09	0,04
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: eEducation Albert, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-26	-57	-102	-62	-27	5
Övriga kassaflödesposter	5	6	28	57	56	53
Förändringar i rörelsekapital	9	-1	8	-31	-20	-28
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-12	-52	-66	-37	9	29
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-8	-17	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-	-	-	-19	-22	-24
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-5	-66	-45	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-6	-13	-83	-65	-22	-24
Fritt kassaflöde	-18	-65	-148	-101	-13	5
Nyemission / återköp	66	249	0	67	0	0
Förändring av skulder	-1	-1	0	-8	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	65	248	0	59	0	0
Kassaflöde	48	183	-148	-42	-13	5
Nettoskuld	-69	-251	-104	-62	-48	-53

Källa: eEducation Albert, EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	24	63	123	203	253	322
Övriga rörelseintäkter	6	8	18	19	22	24
Totala intäkter	30	70	141	223	275	346
Bruttoresultat	30	70	141	223	275	346
Övriga rörelsekostnader	-50	-123	-213	-228	-246	-285
EBITDA	-21	-52	-71	-5	29	61
EBITDA, justerad	-21	-52	-71	-5	29	61
EBITA, justerad	-21	-52	-71	-5	29	61
Amortering	-5	-5	-31	-49	-41	-41
EBIT	-26	-57	-102	-62	-27	5
EBIT, justerad	-26	-57	-102	-62	-27	5
Resultat före skatt	-26	-57	-102	-62	-27	5
Resultat före skatt, justerad	-26	-57	-102	-62	-27	5
Total skatt	0	0	5	0	0	-4
Nettoresultat	-26	-57	-98	-62	-27	1
Nettoresultat, justerad	-26	-57	-98	-62	-27	1
Intäktstillväxt	-	>100%	>100%	58%	24%	26%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%
EPS, justerad	-1,55	-3,37	-5,63	-2,92	-1,09	0,04
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: eEducation Albert, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-26	-57	-102	-62	-27	5
Övriga kassaflödesposter	5	6	28	57	56	53
Förändringar i rörelsekapital	9	-1	8	-31	-20	-28
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-12	-52	-66	-37	9	29
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-8	-17	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-	-	-	-19	-22	-24
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-5	-66	-45	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-6	-13	-83	-65	-22	-24
Fritt kassaflöde	-18	-65	-148	-101	-13	5
Nyemission / återköp	66	249	0	67	0	0
Förändring av skulder	-1	-1	0	-8	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	65	248	0	59	0	0
Kassaflöde	48	183	-148	-42	-13	5
Nettoskuld	-69	-251	-104	-62	-48	-53

Källa: eEducation Albert, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	-	0	21	50	35	19
Övriga immateriella tillgångar	5	9	48	33	26	20
Övriga anläggningstillgångar	0	13	47	35	24	13
Summa anläggningstillgångar	6	22	116	119	85	52
Kundfordringar	0	5	7	16	20	26
Övriga omsättningstillgångar	3	1	77	122	152	193
Likvida medel och kortfristiga placeringar	69	251	104	62	48	53
Summa omsättningstillgångar	71	258	189	200	221	273
SUMMA TILLGÅNGAR	77	280	304	319	305	325
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	70	267	239	244	216	217
Summa eget kapital	70	267	239	244	216	217
Övriga långfristiga skulder	1	0	28	16	16	16
Summa långfristiga skulder	1	0	28	16	16	16
Leverantörsskulder	0	2	7	14	18	23
Övriga kortfristiga skulder	5	10	30	45	55	69
Summa kortfristiga skulder	6	13	36	59	73	91
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	77	280	304	319	305	325

Källa: eEducation Albert, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	>100%	>100%	58%	24%	26%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,5%	18,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,5%	18,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%

Källa: eEducation Albert, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%

Källa: eEducation Albert, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	0%	0%	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	0%	8%	5%	7%	7%	7%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	12%	10%	17%	26%	29%	32%
Rörelsekapital / totala intäkter	-11%	-8%	34%	36%	36%	37%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,3x	0,6x	0,9x	1,3x	1,6x

Källa: eEducation Albert, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-69	-251	-104	-62	-48	-53
Soliditet	91%	95%	79%	76%	71%	67%
Nettoskulsättningsgrad	-1,0x	-0,9x	-0,4x	-0,3x	-0,2x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	3,3x	4,8x	1,5x	12,0x	-1,7x	-0,9x

Källa: eEducation Albert, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,55	-3,37	-5,63	-2,92	-1,09	0,04
EPS, justerad	-1,55	-3,37	-5,63	-2,92	-1,09	0,04
FCF per aktie	-1,05	-3,83	-8,57	-4,75	-0,53	0,21
Eget kapital per aktie	4,12	15,7	13,6	9,74	8,65	8,69
Antal aktier vid årets slut, m	17,0	17,0	17,6	25,0	25,0	25,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	17,0	17,0	17,3	21,3	25,0	25,0

Källa: eEducation Albert, EPB

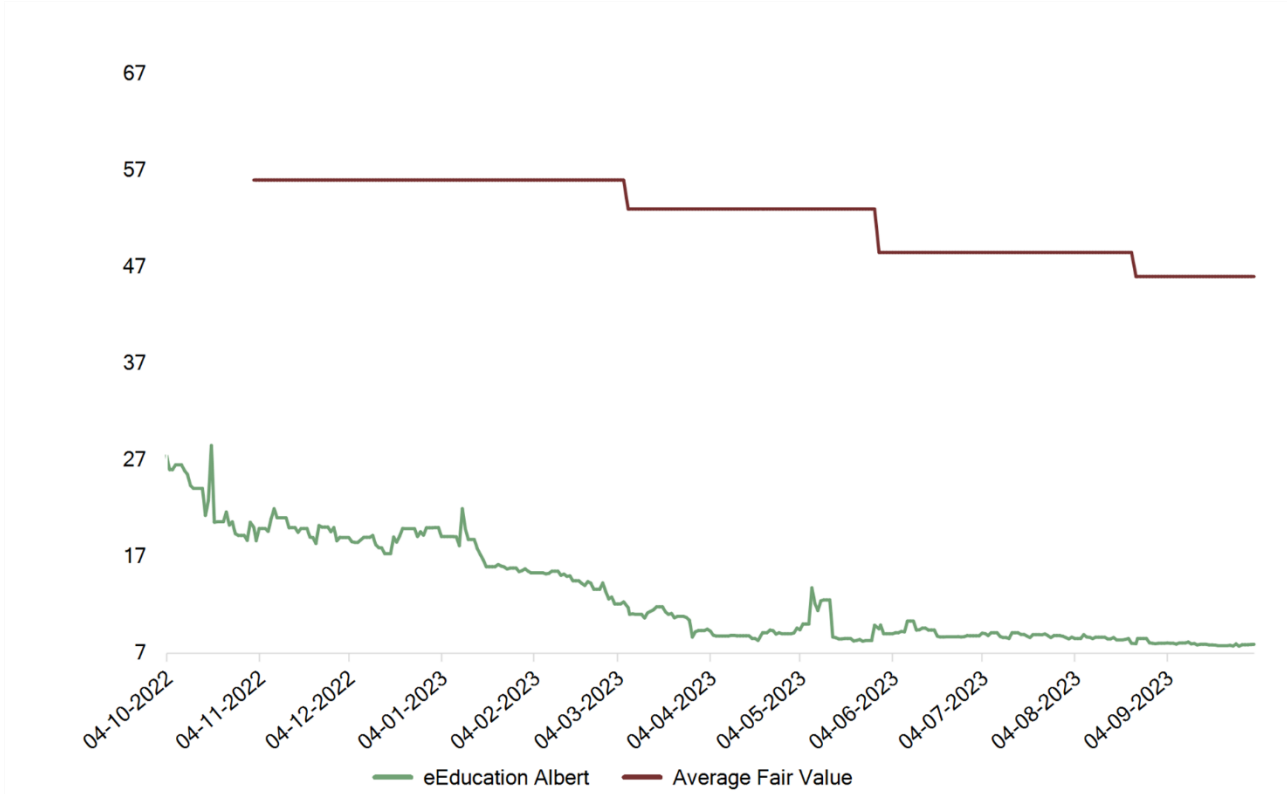
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	193,2x
P/EK	Neg.	2,7x	1,5x	0,8x	0,9x	0,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	38,2x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%
Direktavkastning	Neg.	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	Neg.	6,9x	1,8x	0,5x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,5x	1,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,1x
EV	Neg.	483	248	102	102	102
Aktiekurs	-	43,2	20,0	7,9	7,9	7,9

Källa: eEducation Albert, EPB

Share price and average fair value

eEducation Albert ALBERT 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.

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 kraftigt 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 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