ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 23 november 2023

eEducation Albert

Tar fortsatta steg mot lönsamhet

B2B fortsätter att leverera

Omsättningen i kvartalet uppgick till 48,3 mkr vilket motsvarar en ökning med 46% y/y. Den organiska tillväxten uppgick till -11% som en följd av lägre marknadsföring vilket ledde till ökad churn inom B2C. Detta återspeglas i att intäkterna från B2C-verksamheten uppgick till 24,1 mkr vilket motsvarar en tillväxt om -3,6% y/y. ARR i Q3'23 uppgick till 203,8 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 34% varav -21% var organisk. Den negativa organiska tillväxten av ARR förklaras till stor del med samma faktorer som omsättningen ovan; marknadsföringskostnaderna i Q3'23 var mindre än 1/3 av kostnaderna i Q3'22. Vi bedömer att churn kommer att stabilisera sig följande kvartal då "marginalkunden" nu har lämnat. EBITA uppgick till -6,8 mkr vilket är upp från -21,4 mkr under Q3'22. Bolaget rör sig således succesivt mot svarta siffror på EBITA-nivå i en takt som vi räknat med och vi väntar oss svarta siffror under 2024.

Justerar för fortsatt lägre marknadsföringskostnader

Baserat på den låga organiska tillväxten inom främst B2C sänker vi våra nettoomsättningsestimat med i snitt 10% under perioden 2024–2025. Vi bedömer att bolaget framöver väl kommer väga investeringar i marknadsföring mot målen att nå lönsamhet. I samband med rapporten meddelar bolaget att man börjat se och realisera kostnadssynergier. Denna optimering av kostnadsbasen i kombination med att vi drar ned våra estimat för marknadsföringsinvesteringar gör att EBITDA sjunker med 6,9 mkr under 2024 och 12 mkr under 2025. Sammanfattningsvis ser vi att bolaget rör sig mot ett positivt EBITA resultat tidigare än vi räknade med i inledningen av året.

Fortsatt missförstådd aktie

Vi har tidigare varit tydliga med att vi anser att marknaden värderar Albert i linje med konsumentnära prenumerationstjänster, vilka värderas lågt på börsen. I dagsläget har Albert ca 51% av intäkterna från B2B-verksamhet. Vi bedömer att dessa intäkter ska värderas annorlunda givet att de är förenliga med en lägre churn och lägre marknadsföringskostnader, vilket inte reflekteras i nuvarande värdering. Med anledning av att vi sänker våra estimat justerar vi ned vårt motiverade värde till 32–34 kr (45–47). Albert handlas i dagsläget på ett P/B om 0,8x. Kassan i Q3'23 uppgick till 94 mkr vilket kan ställas mot börsvärdet om ~190 mkr.

Estimataändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-3,8%	-8,1%	-10,5%
EBITDA, just.	nm	-23,6%	-19,6%
EPS, just.	nm	nm	nm

Kommande händelser

Q4 - rapport	23 februari 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	25m
Börsvärde	172
Nettoskuld	-83
EV	88
Free float	74%
Daglig handelsvolym, snitt	8k
Bloomberg Ticker	ALBERT SS EQUITY

Analytiker

Rikard Engberg
rikard.engberg@penser.se

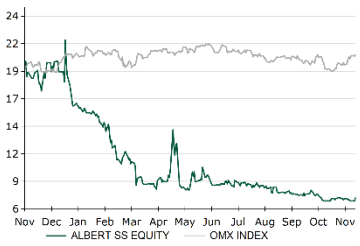
Prognos (mkr)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	141	214	253	310
Tillväxt	>100%	52%	18%	23%
EBITDA, just.	-71	-13	22	49
EBIT, just.	-102	-75	-42	-15
EPS, just.	-5.6	-3.5	-1.7	-0.7
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	13.6	9.2	7.5	6.8
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	1.8x	0.4x	0.3x	0.3x
EV/EBITDA	Neg.	-7.0x	4.0x	1.8x
EV/EBIT	Neg.	-1.2x	-2.1x	-5.7x
P/E, just.	-3.5x	-1.9x	-4.1x	-9.8x
P/EK	1.5x	0.7x	0.9x	1.0x
FCF yield	-43%	-70%	-9%	0%
Nettoskuld/EBITDA	1.5x	4.8x	-2.0x	-0.9x

Värde och risk

Motiverat värde	32.0 - 34.0 kr
Aktiekurs	6.7kr
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Hög andel återkommande intäkter med sjunkande volatilitet: Albert har genom förvärv gått från ett bolag som fokuserat på konsumenttjänster till att ha kring 50% av omsättningen från B2B-verksamhet där skolor och större utbildningsgrupper är målgruppen. Dessa intäkter har en lägre volatilitet och är inte förenliga med lika stora investeringar i marknadsföring. Vi anser att marknaden har förbisett denna utveckling då bolaget nu värderas i paritet med konsumentbolag.

Lönsamhet nära: Då Albert har ökat fokus på B2B-verksamheten, har marknadsföring blivit en lägre del av omsättningen. Detta har gjort att bolaget under H1'23 succesivt har förbättrat sin lönsamhet. Vi bedömer att bolaget inom kort kommer kunna visa positiva kassaflöden och ett positivt EBITDA-resultat. Detta kommer vara en viktig katalysator för aktien. Vi bedömer att bolagets starka balansräkning med en stor nettokassa kommer vara mer än tillräckligt för att nå lönsamhet inom kort.

Hållbarhet: Vi anser att hållbarhet är en viktig drivkraft för Alberts försäljning och knyter an till FN:s hållbarhetsmål 4 – God utbildning för alla – och ambitionen att utbildning ska vara tillgängligt för alla. Detta då bolagets verksamhet verkar för att öka tillgängligheten för barn att ta del av studiehjälp till en betydligt lägre kostnad än många andra alternativ. Givet de förvärv man gjort, verkar man nu för en bättre och mer tillgänglig utbildning i ett antal europeiska länder.

Bolagsprofil

Albert har utvecklat den ledande plattformen för matematik och ett flertal andra ämnen på den svenska marknaden och har även påbörjat expansion till fler europeiska länder. Plattformen är modulbaserad och kopplad till nationella läroplaner, vilket gör att man snabbt kan bygga upp närvaro på en ny marknad samt utöka utbudet av ämnen.

Albert säljer sin produkt som en SaaS-lösning till föräldrar med barn i grundskolan. Bolaget har i dagsläget en ARR (Annual Recurring Revenue) om 206 mkr. Att sälja sina tjänster som en prenumeration minskar volatiliteten i intäkterna samt möjliggör en stabil långsiktig tillväxt. Bolaget har som målsättning att nå en omsättning om 500 mkr 2025, vilket delvis ligger till grund för våra estimat.

I Europa finns i dagsläget endast 15 EdTech-bolag med en värdering över USD 100m. Albert har visat sig vara en av de ledande konsolideringsaktörerna på en fragmenterad marknad. Vi bedömer att man nu kommer kunna se skalfördelar av den position man byggt upp.

Värdering

Vi har valt att använda oss av en multipelvärdering på våra estimat 2025 för att värdera Albert. Denna värdering har sedan diskonterats till ett nuvärde med en diskonteringsränta om 14,5% som en proxy för IRR och resulterar sammantaget i ett motiverat värde om 32–34 kr.

Kvartalet i korthet

B2C: B2C-intäkterna uppgick till 24,1 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om -3,5%. Vi bedömer att en stor del av den negativa organiska tillväxten om -11% går att förklara med att marknadsföringsinvesteringarna i Q3'23 var ca 1/3 av investeringarna i Q3'22.

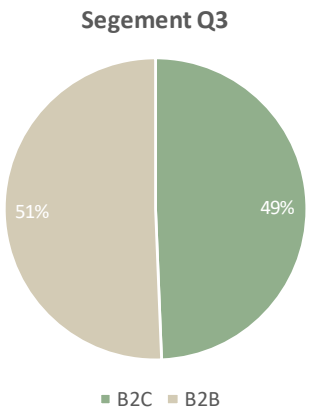
B2C utgjorde ca 50% av ARR i Q3'23. Vi bedömer således att bolag nu har "churnat ut" en stor del av de lågmarginalkunder som tillkommit. Vidare ser vi att fler och fler kunder tecknar årsabonnemang, vilket kommer driva ned churn. Under kvartalet har Holy Owlys app för språk lanserats i Sverige. På den franska marknaden har Albert Junior lanserats tillsammans med Howly Owly. Vi bedömer att denna marknad kommer bidra starkt till tillväxt framöver givet en hög betalningsvilja och lägre konkurrens än den svenska.

B2B: B2B-intäkterna i kvartalet uppgick till 24,7 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 205% y/y. Den starka tillväxten är främst driven av de förvärv som tillträtts under året. Under kvartalet har Strawbees lanserats på den brittiska marknaden. Bolaget ser stora försäljningssynergier givet att man redan finns på ett flertal skolor i Storbritannien.

EBITA i kvartalet uppgick till -6,9mkr, vilket ska ställas mot -21,4 mkr i Q3'22. Förbättringen som sker y/y visar på att bolaget precis som kommunicerat i Q4'22 kommer minska sina marknadsföringsinvesteringar för att nå lönsamhet tidigare. Vi bedömer att de minskade marknadsföringsinvesteringarna i kombination med att bolaget har börjat se kostnadssynergier gör att man kommer att visa positiva EBITA-siffror under nästa år.

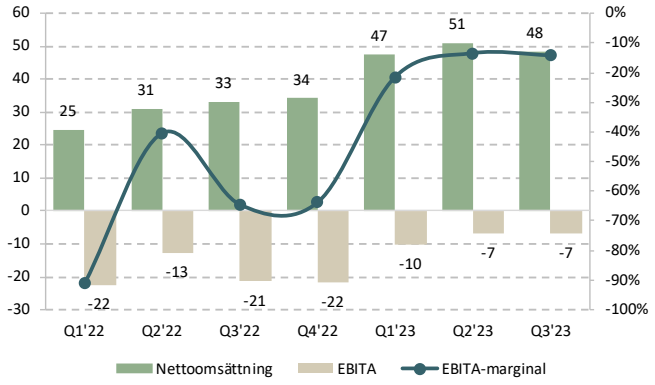
Sammanfattningsvis bedömer vi att Albert fortsätter sin resa mot att nå lönsamhet i närtid; vi bedömer att detta kommer ske under 2024.

Ny intäktsmix kommer minska volatilitet…



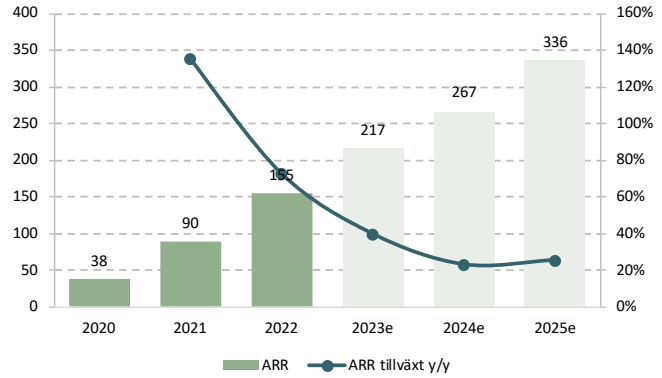
Källa: bolaget

…samtidigt som man närmar sig lönsamhet



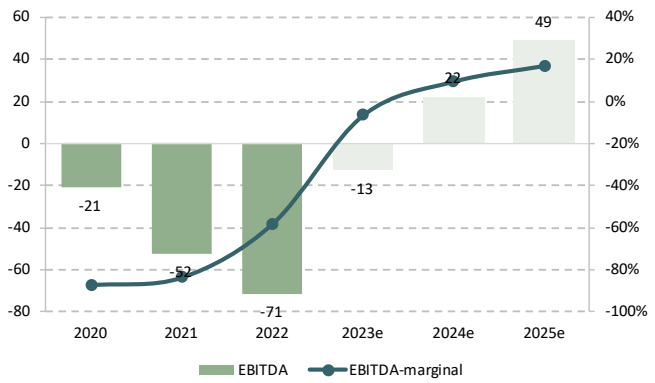
Källa: bolaget

Vi bedömer att ARR-tillväxt kommer vara fortsatt stark…



Källa: EPB

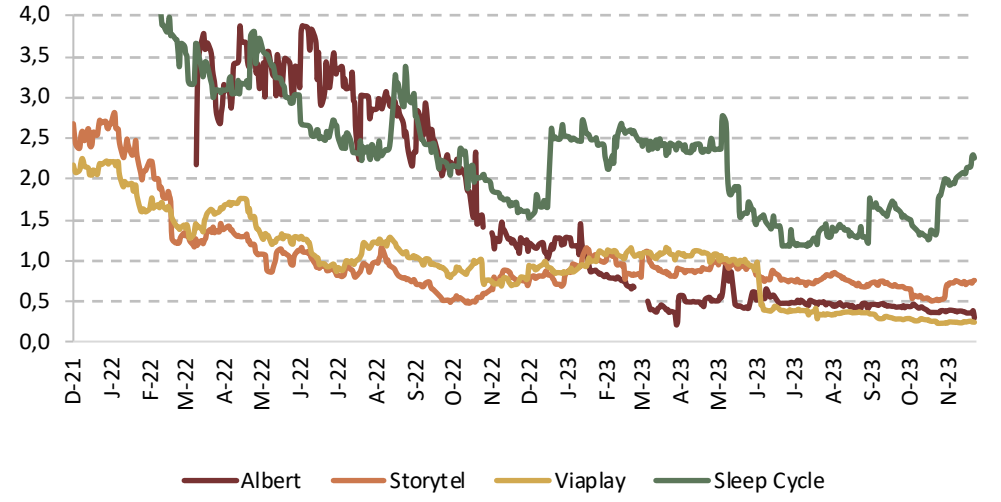
…vilket gör att bolaget närmar sig lönsamhet i H2'24



Källa: EPB

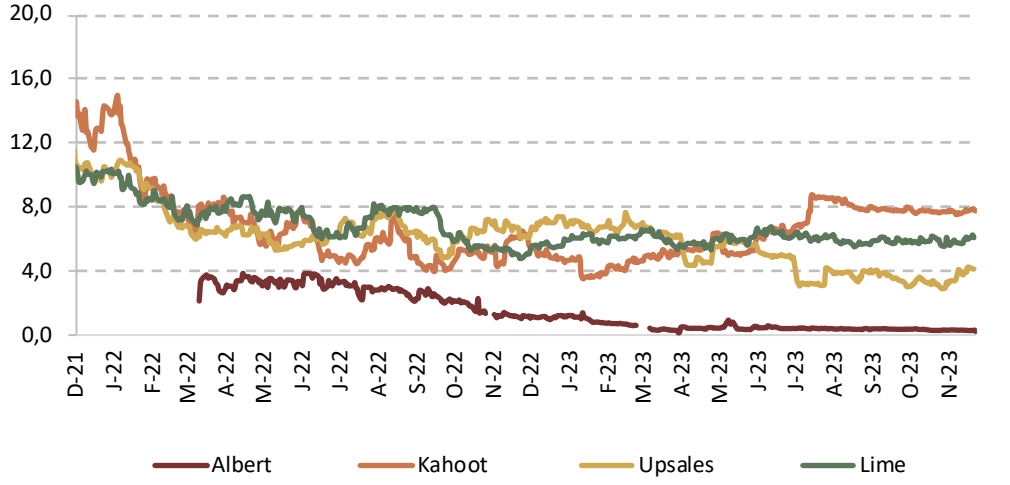
Värdering

Har förlorat det tidigare premie mot prenumerationstjänster på EV/S FW…



Källa: Factset

…trots att förvärv tagit bolaget närmare B2B-SaaS bolag



Källa: Factset

Känslighetsanalys

X-axel WACC, Y-axel EV/Sales 2025

	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	16,0%
2,0	20	20	20	20	20
2,5	25	25	25	25	25
3,0	30	30	30	30	30
3,5	35	35	35	35	34
4,0	40	40	40	40	39
4,5	45	45	45	45	44
5,0	50	50	50	50	49

Källa: EPB

DCF

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	219
Nuvärdet av terminalvärde	295,3
Företagsvärde (EV)	**514**
Nettoskuld, senast rapporterad	-83
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**598**
Antal utstående aktier, full utspädning	18
Eget kapital per aktie	**33,9**

Implicit WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,5%
Småbolagspremium	6,0%
Extra riskpremium	0,5%
WACC	**14,5%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,5%
Långsiktig EBIT-marginal	28,0%
Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Capex, % av omsättning	3,5%
Rörelsekapital, % av omsättning	3,0%
Skattesats	22,0%
Terminalvärde, % av EV	57,4%

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	11,5%	35	37	38	40	41
	12,0%	34	35	36	37	39
WACC	14,5%	32	33	34	35	36
	13,0%	30	31	32	33	34
	13,5%	29	29	30	31	32

		Långsiktig EBIT-marginal				
		23,0%	25,5%	28,0%	30,5%	33,0%
	13,5%	33	36	38	41	43
	14,0%	31	34	36	38	41
WACC	14,5%	30	32	34	36	38
	15,0%	28	30	32	34	36
	15,5%	27	28	30	32	34

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**24**	**63**	**123**	**197**	**229**	**286**
Övriga rörelseintäkter	6	8	18	18	24	24
Totala intäkter	**30**	**70**	**141**	**214**	**253**	**310**
Bruttoresultat	**30**	**70**	**141**	**214**	**253**	**310**
Övriga rörelsekostnader	-50	-123	-213	-227	-231	-261
EBITDA	**-21**	**-52**	**-71**	**-13**	**22**	**49**
EBITDA, justerad	**-21**	**-52**	**-71**	**-13**	**22**	**49**
EBITA, justerad	**-21**	**-52**	**-71**	**-13**	**22**	**49**
Avskrivningar immateriella tillgångar	-5	-5	-31	-63	-65	-65
EBIT	**-26**	**-57**	**-102**	**-75**	**-42**	**-15**
EBIT, justerad	**-26**	**-57**	**-102**	**-75**	**-42**	**-15**
Resultat före skatt	**-26**	**-57**	**-102**	**-75**	**-42**	**-15**
Resultat före skatt, justerad	**-26**	**-57**	**-102**	**-75**	**-42**	**-15**
Total skatt	0	0	5	0	0	-2
Nettoresultat	**-26**	**-57**	**-98**	**-75**	**-42**	**-18**
Nettoresultat, justerad	**-26**	**-57**	**-98**	**-75**	**-42**	**-18**
Intäktstillväxt	*-*	*>100%*	*>100%*	*52%*	*18%*	*23%*
Bruttomarginal	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*
EBIT-marginal, justerad	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*
EPS, justerad	*-1.55*	*-3.37*	*-5.63*	*-3.53*	*-1.69*	*-0.70*
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	-75	-42	-15
Övriga kassaflödesposter	5	6	28	63	65	62
Förändringar i rörelsekapital	9	-1	8	-29	-13	-23
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-12**	**-52**	**-66**	**-41**	**9**	**24**
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-8	-17	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-	-	-	-16	-24	-24
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-5	-66	-45	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-6**	**-13**	**-83**	**-62**	**-24**	**-24**
Fritt kassaflöde	**-18**	**-65**	**-148**	**-103**	**-15**	**0**
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**	**-44**	**-15**	**0**
Nettoskuld	**-69**	**-251**	**-104**	**-60**	**-45**	**-45**

Källa: eEducation Albert, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	-	0	21	48	24	0
Övriga immateriella tillgångar	5	9	48	27	21	16
Övriga anläggningstillgångar	0	13	47	31	20	9
Summa anläggningstillgångar	**6**	**22**	**116**	**107**	**66**	**26**
Kundfordringar	0	5	7	16	18	23
Övriga omsättningstillgångar	3	1	77	118	137	171
Likvida medel och kortfristiga placeringar	69	251	104	60	45	45
Summa omsättningstillgångar	**71**	**258**	**189**	**194**	**201**	**239**
SUMMA TILLGÅNGAR	**77**	**280**	**304**	**300**	**267**	**265**
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	70	267	239	231	188	171
Summa eget kapital	**70**	**267**	**239**	**231**	**188**	**171**
Övriga långfristiga skulder	1	0	28	12	12	12
Summa långfristiga skulder	**1**	**0**	**28**	**12**	**12**	**12**
Leverantörsskulder	0	2	7	14	16	20
Övriga kortfristiga skulder	5	10	30	44	50	61
Summa kortfristiga skulder	**6**	**13**	**36**	**57**	**66**	**81**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**77**	**280**	**304**	**300**	**267**	**265**

Källa: eEducation Albert, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	>100%	>100%	52%	18%	23%
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.	9.7%	17.2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9.7%	17.2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: eEducation Albert, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

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%	25%	29%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	-11%	-8%	34%	36%	35%	36%
Kapitalomsättningshastighet	0.4x	0.3x	0.6x	0.9x	1.3x	1.8x

Källa: eEducation Albert, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-69	-251	-104	-60	-45	-45
Soliditet	91%	95%	79%	77%	71%	65%
Nettoskuldsättningsgrad	-1.0x	-0.9x	-0.4x	-0.3x	-0.2x	-0.3x
Nettoskuld / EBITDA	3.3x	4.8x	1.5x	4.8x	-2.0x	-0.9x

Källa: eEducation Albert, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1.55	-3.37	-5.63	-3.53	-1.69	-0.70
EPS, justerad	-1.55	-3.37	-5.63	-3.53	-1.69	-0.70
FCF per aktie	-1.05	-3.83	-8.57	-4.83	-0.60	-0.01
Eget kapital per aktie	4.12	15.7	13.6	9.23	7.54	6.83
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

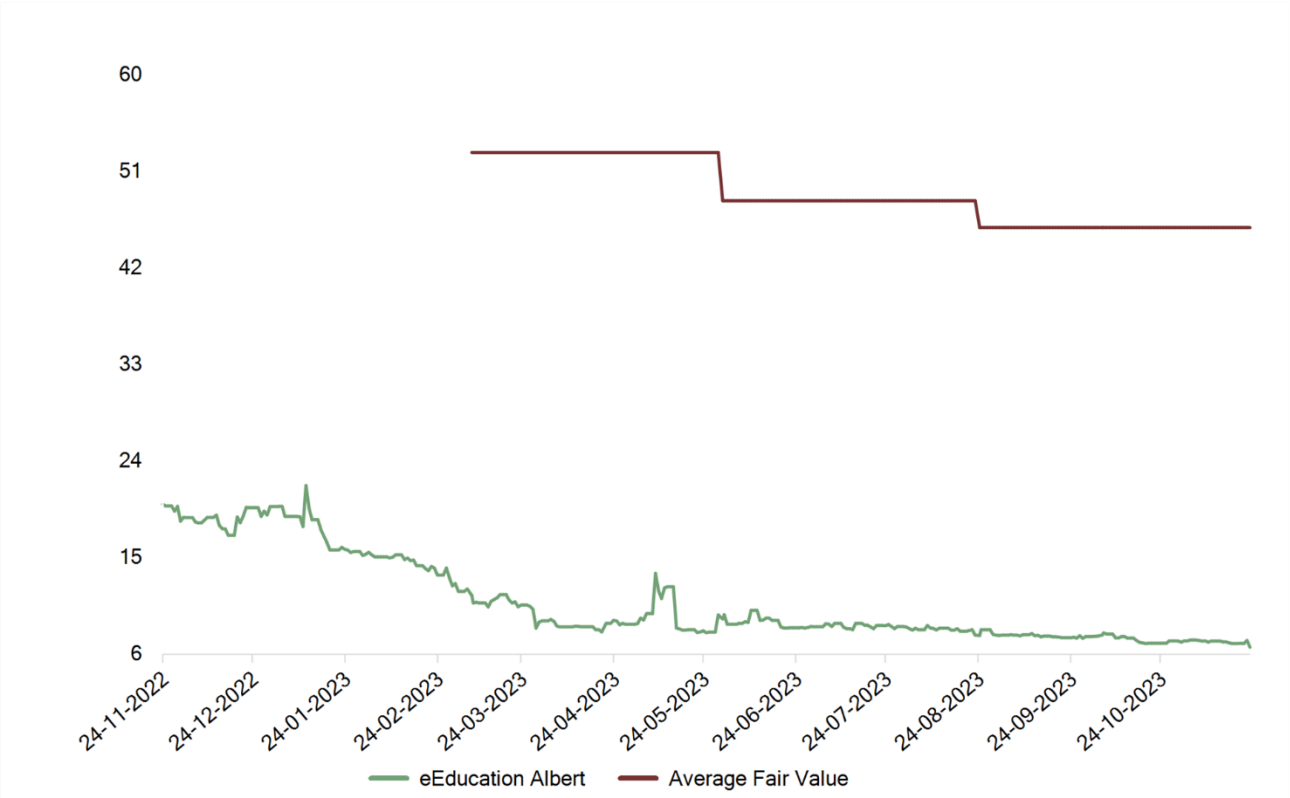
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1.7x	2.7x	1.5x	0.7x	0.9x	1.0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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	Neg.	6.9x	1.8x	0.4x	0.3x	0.3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	-7.0x	4.0x	1.8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	-1.2x	-2.1x	-5.7x
EV	Neg.	483	248	88	88	88
Aktiekurs	-	43.2	20.0	6.8	6.8	6.9

Källa: eEducation Albert, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

eEducation Albert (ALBERT SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclaimer

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 frånsäger 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 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 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 informationsspridning, 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