



UPPDRAGSANALYS
23 augusti 2018

NETMORE ANALYSGUIDEN



Innehåll

Ökat säljfokus inför hösten	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Investment case	4
Marknad	6
Prognoser och värdering	8
Risker	11
Beroendet av nyckelpersoner	11
Försäljnings- och marknadsutveckling	11
Samarbete med teknikpartners	11
Ökad konkurrens	11
Teknikutveckling	11
Disclaimer	12

Ökat säljfokus inför hösten

Netmore är en ny mobiloperatör som satsar på att skapa riktig bra inomhustäckning till svenska mobilkunder via lokala mobilnät något som lär öka med 5G och IoT. Intäkterna under kvartal 2/2018 blev låga och behöver öka under andra halvåret. Bolaget arbetar nu med att utöka sitt återförsäljarnät för att nå ökad försäljning.



Datatraffiken fortsätter att växa snabbt och bristfällig mobiltäckning finns idag på många platser. Inte minst gäller det modernt byggda isolerade hus, sjukhus, bergtrum, industrier och köpcentrum där radiosignaler lätt stängts ute. Netmore är mobiloperatören som erbjuder mobiltäckning dit kunder bäst behöver det, såväl inom- som utomhus. Netmore erbjuder

mobiltjänster som ger kunderna bra inomhustäckning med en liten mobil accesspunkt som placeras hos kunden och roaming med de andra operatörerna när kunden rör sig utanför. De mobila accesspunkterna kopplas upp till bolagets molntjänst som baseras på en AXE-växel och en WiFi-controller. Netmore's nät har köpts och utvecklats av bolaget. Kunderna använder sedan bolagets SIM-kort. Trafik- och andra återkommande intäkter ger en intressant kalkyl för Netmore, där kapacitet finns för 2 miljoner användare. För industrikunder erbjuder Netmore även integration av kundens IT-system via bolagets patenterade lösning Tarifflex technology. Ett företagskontrakt kan variera från 20 tusen till flera miljoner kronor. Bolaget har den senaste perioden gått från ren system och utrustningsförsäljning till att bli en ny mobiloperatör som erbjuder mobiltjänster som beskrivs ovan.

Netmore har under mitten av 2018 tagit in cirka 10 miljoner kronor i en företrädes- och nyemission. Vi räknar med att bolagets verksamhet blir kassaflödespositivt från andra halvåret 2019. Detta förutsätter en snabb intäktstillväxt, där vi har sänkt våra antaganden med 5 miljoner kronor för helåret 2018 och 10 miljoner kronor år 2021. Vårt motiverade DCF-värde för aktien hamnar på 1,6 kronor i bas-scenariot med ett intervall från 0,2 kronor i Bear-scenariot till 6,3 kronor i Bull-scenariot.

Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenario

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Omsättning	3,5	8,7	15	65	100	140
Rörelseresultat	-9,1	-22,7	-25,5	1,9	17,6	34,5
Årets resultat	-10,6	-22,2	-24,8	0,8	16,9	31,1
Resultat per aktie, kr	neg.	neg.	neg.	0,02	0,36	0,66
P/E-tal, ggr	0	n.m.	n.m.	90,9	4,5	2,4
Nettokassa	0,7	6,0	-21,3	-15,6	1,2	32,3
Eget kapital	9,2	26,9	9,2	15,0	31,8	62,9

Källor: Netmore och Jarl Securities.

UPPDATERING
NETMORE
23 augusti 2018

Datum: 23 augusti 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Netmore (North Net Connect)
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Rikard Slunga
Styrelseordförande: Rolf Norberg
Marknadsvärde: 20 MSEK
Senast: 0,94
Kort om Netmore: Bolaget erbjuder företag och fastighetsägare lokala nätlösningar som ger bättre prestanda inomhus och smidig övergång mellan olika nät. Till det adderas abonnemangs- och IT-integrations-tjänster.

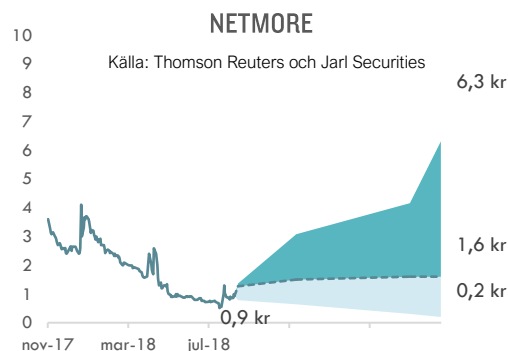
Möjligheter och styrkor: Bolaget vänder sig till en mobilmarknad som totalt sett är värd 50 miljarder kronor (avser Sverige) varav 80 procent av trafiken sker inomhus. Med 25 procent intresserade kunder och 3 procent marknadsandel motsvarar det potentiellt 300 miljoner kronor i årliga intäkter för Netmores del.

Företagsledningens kontaktnät inom telekomsektorn ökar sannolikheten för att hitta intressanta samarbetspartners både på leverantörs- och operatörsidan.

Risker och svagheter: Det finns historiska exempel på liknande företag inom teknik- och telekomsektorn som trots mycket bra teknik och kunnande kring sektorn ändå inte lyckats lyfta sina intäkter i tillräcklig omfattning.

Telekomsektorn har stora skalfördelar som det är nödvändigt att nå för att kunna genomföra investeringar. Netmore har dock redan en stor kapacitet som kan koppla upp lokala nät i alla länder och behöver inte investera några nämnvärda belopp den närmaste tiden.

Värdering: Bear 0,2 kr Bas 1,6 kr Bull 6,3 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



VD Rikard Slunga, CTO Johan Jobér och CIO Thomas Norberg har alla ägnat i stort sett hela sina yrkesverksamma liv åt telekom- och IT-branschen. Sammantaget har ledningen ett mycket högt kunskapsområde och kontaktnät inom dessa sektorer. Övriga nyckelpersoner är styrelseordförande Rolf Norberg, styrelseledamoten Hans Berndorf samt bolagets säljchef Edward Rassmus.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Arnfinn Röste är huvudägare i Netmore via sitt bolag Advanced Research Sweden AB, medan Johan Jobér är tredje största ägare i bolaget. Tillsammans med VD Rikard Slunga drev de tidigare bolaget Nordisk Mobiltelefon. Näst största ägare är LMK-bolagen som brukar dyka upp i denna typ av potentiella tillväxtföretag.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolaget hade en nettoskuld på cirka 9 miljoner kronor per 30 juni 2018. Efter att ha tagit in cirka 10 miljoner kronor i en företrädes- och nyemission i maj/juni samt början av tredje kvartalet bör nu bolaget ha en kassa på cirka fem miljoner kronor. Vi har tagit hänsyn till att bolaget har beviljats cirka 6 miljoner kronor i bidrag för ett par Vinnova-finansierade projekt tillsammans med bl.a. det allmännyttiga bostadsbolaget SABO.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Netmore är en ny mobiloperatör med en unik lösning för inomhustäckning där kunden kan påverka sin täckning. Netmore är idag ensamma med att erbjuda detta. Bolaget erbjuder också alla typer av system och anläggningar för inomhustäckning, t.ex. repeater och robusta WiFi system. Eftersom mobil användning stadigt ökar inomhus och datatrafiken fortsätter att växa samtidigt som 5G och Internet of Things nu börjar lanseras (fastigheter, fordon etc.) bör behoven växa kraftigt.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Det finns en risk att bolagets försäljningsprocesser drar ut på tiden. Utvecklingen så här långt indikerar att fastighetsägare är den kundkategori där detta är mest påtagligt, även om många fastighetsägares idag visar ett stort intresse för företagets lösningar.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Investment case

Netmore har de senaste åren lagt ned betydande teknikutveckling och förberedelse inför sin kommersiella lansering som en mobiloperatör, vilket skedde i slutet av 2017. Affärsidén är att erbjuda mobilabonnemang med garanterad mobiltäckning via ett eget lokalt mobilnät. Bolaget kopplar sedan upp de lokala mobilnäten till sitt core nät som en molntjänst. Bolagets core nät har kapacitet för två miljoner användare. Det förvärvades för ett antal år sedan från en annan aktör och har sedan dess vidareutvecklats av företaget.

Bolagets tjänster är uppbyggda kring det fria frekvensbanden 1800 MHz, 2400 MHz och 5,2 GHz. Idag har endast Sverige och Nederländerna sådana här fria frekvensband i Europa. Men antalet länder som kommer att kunna erbjuda sådana här fria frekvensband lär växa snabbt i takt med att 5G- lanseras. Detta kommer att göra det möjligt för Netmore att inte bara växa i Sverige, utan även i ett antal andra länder i Europa de närmaste åren.

Vad gäller mobiltelefonkunderna inom en aktuell fastighet så fungerar det lokala nätverk självständigt med Netmores lösning. Utanför fastigheten kan abonnenterna slå på roamingen på sin telefon då bolaget hyr in sig hos olika operatörer via samarbetsavtal. Den idag mest anlitade samarbetspartnern bland operatörerna är Tre.

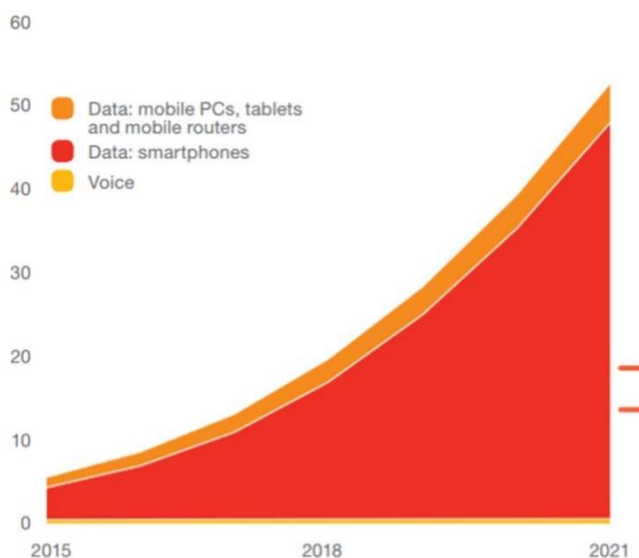
Bolagets mobilabonnemangstjänster fick sina första kunder under kvartal 1/2018. Målet är att nå 5000 mobilabonnemangskunder under helåret 2018 för att sedan nå kostnadsmässig break-even som ligger omkring 7000 mobilabonnemang i Netmores fall och räknat på en genomsnittlig intäkt om 238 kronor per månad från varje mobilabonnent. Till det kan läggas möjliga intäkter från försäljning av utrustning, system eller IT-integrationstjänsten Tarifflex mot företagskunder.

Det sistnämnda innebär att bolagets företagskunder får ett erbjudande om att kunna integrera sina IT -system så att de blir leverantörsberoende och även fungerar ihop med andra till exempel interna säkerhetssystem hos kunden ifråga. En sådan integration kan ske efter att bolaget levererat en basstationslösning (lokalt nätverk) till en företagskund. Men det kan också vara ett sätt för företaget att komma in som konsult hos ett medelstort eller större företag där nuvarande operatörlösning inte fungerar särskilt bra. Typfallet för detta är en industriell miljö eller ett sjukhus.

Historiskt har alla prognosmakare underskattat tillväxten inom datakom. När tekniken utvecklas och allt högre datahastigheter tillåts, så lanseras nya applikationer som åter upp allt bredband.

Datatrafiken fortsätter att skjuta i höjden, framför allt driven av efterfrågan på video

Global mobile traffic (monthly ExaBytes)



Källa: Ericsson

I grunden handlar det om hur mycket spektrum som kan frigöras och användas. Nackdelen är att högre frekvenser når kortare sträckor och är känsliga för störningar. Men även inne i en fastighet kan mottagningen vara dålig. Det beror på att moderna byggnader kan vara tätt byggda, men även att sikten mot en mast kan vara sämre än den bör vara. Utmaningen är att det är mycket ineffektivt att skapa radiovågor i basstationer utomhus som sedan ska nå användaren inne i fastigheten. Ju mer tjänster som användaren kopplar upp, desto sämre fungerar det. Så ökar också behovet av en radiolösning inomhus nära användaren. Det är en sådan lösning Netmore kan erbjuda och de har idag möjlighet att ta in två miljoner användare i sitt system.

Marknad

De etablerade telekomoperatörerna inriktar sig i första hand på de större företagskunderna och anläggningarna. Det betyder att fastighetsägare i allmänhet och bostadsrättsföreningar i synnerhet är ett segment där Netmore verkar med en begränsad konkurrens.

Netmore kan med sitt core nät, där AXE-växeln utgör kärnan, erbjuda kunderna fullvärdig mobiltäckning där kunden äger radiodelarna och kontrollerar rätten att använda systemet tack vare fria frekvensband. Med en repeaterlösning måste en kund be telekomoperatören om lov att få använda frekvensen ifråga. Tack vare Netmores core nät som levererar en molntjänst kopplas de lokala mobilnäten med olika radioutrustningar upp, styrs och övervakas och ansluter till andra publika nät.

En nedbrytning av den mobilmarknad som Netmore riktar in sig mot och som sedan bedöms vara möjlig att nå är nedbruten i flera steg enligt nedan:

1. Total mobilmarknad i Sverige: 50 miljarder kronor per år.
2. 80 procent av trafiken sker inomhus, 40 miljarder kronor per år.
3. PTS marknadsundersökning visar att 25 procent av kunderna är missnöjda med inomhustäckningen, vilket motsvarar 10 miljarder kronor per år.
4. Netmore vill ta 3 procent av denna marknad, 300 miljoner kronor per år.
5. I framtiden och särskilt med 5G och sakernas internet kan bolagets ambitioner skruvas upp. Det finns också möjlighet att nå till andra länder i Europa i takt med att fria frekvensband blir lediga för detta ändamål.

Netmores försäljning inriktar sig i huvudsak mot tre olika kundkategorier:

- Industri och logistik. Försäljningen av ett lokalt nätverk för mobiltäckning inom anslutande ytor.
- Företag och kontor. Försäljning av system/nätverk som fungerar lokalt precis som Industri och logistik inte sällan kombinerat med systemintegrationstjänster.
- Bostadsrättsföreningar och andra fastighetsägare. Försäljning av ett lokalt nätverk (system) för förbättrad mobiltäckning i fastigheten. Priset brukar motsvara omkring 7 tusen kronor per lägenhet, alltså cirka 400 tusen kronor för ett mindre punkthus med 60 lägenheter. För större förvaltningsenheter sjunker priset per lägenhet.

AstaZeros testbana för självkörande bilar (samägd av Chalmers och Statens Bilprovvningsanstalt)



Källa: Netmore

På industri- och företagssidan har Netmore ett antal kundreferenser som AstaZero, Käppalaverket, Norrvatten, Täby Centrum och Edströms Logistics. På en gård sex mil utanför Stockholm har Netmore kopplat upp ett lantbruk som är en helt unik lösning i glesbygd. Edströms Logistics-fallet illustrerar behoven i logistik-anläggningar som är stora och ganska kompakta industrierhallar med högt i tak. AstaZero slutligen är en föraranläggning för bilar där internettrafiken är driftsäker.

Netmore har konkurrenter som arbetar med att lösa kunders problem med dålig internettäckning inomhus och i svåra miljöer som exempelvis sjukhus och tunnlar. Ett sådant företag är det Kista-baserade MIC Nordics som bland annat installerat sina lösningar på ett antal svenska sjukhus, däribland i Danderyd strax norr om Stockholm. Dessa konkurrerande lösningar handlar ofta om att sätta in antennsystem och förstärkande utrustning i olika former. Netmore erbjuder kunder även sådana produkter.

Prognoser och värdering

Netmore arbetar inom ett nischområde där bolaget har goda förutsättningar att etablera en marknadsposition. Speciellt i utmanande miljöer är behovet av en fullgod internettäckning ofta avgörande. Tillväxtförutsättningarna finns och förstärks då bolaget har tillgång till en växel med stor kapacitet. Bolaget har med begränsade medel lyckats etablera en fullvärdig mobiloperatörlösning som ger kunderna inomhustäckning med en egen radiosignal.

För en uppstickare gäller det att snabbt komma upp i en tillräcklig trafikvolym för att kunna bära kostnaderna för bolagets infrastruktur. Bolaget satsar mycket på att kraftfullt förstärka marknadsföring och försäljningsinsatser till de utvalda kundkategorierna. Men försäljningsresultatet under kvartal 2/2018 blev ändå magert och väsentligt lägre än våra prognoser med ett intäktsutfall på endast 951 tusen kronor. Vi sänker därför vår hellårsprognos 2018 för intäkterna från 20 till 15 miljoner kronor.

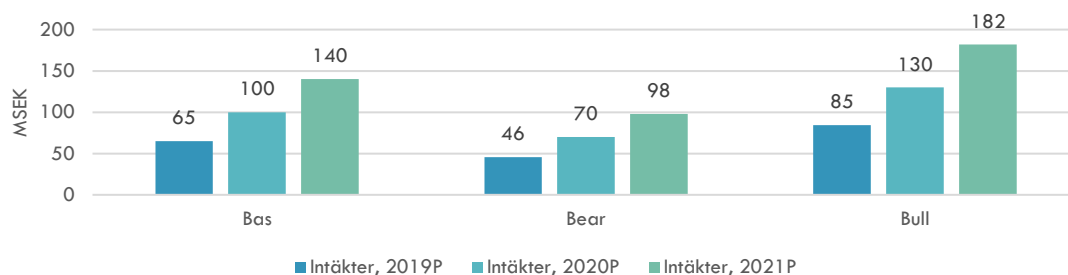
Bolagets burn-rate ligger för närvarande på omkring 6 ½ miljoner kronor i kvartalet, vilket överstiger bolagets checkräkningskredit på 5 miljoner kronor. Bolaget genomförde under maj/juni samt början av tredje kvartalet först en företrädesemission till nuvarande huvudägare och sedan en riktad nyemission. De både emissionerna inbringade cirka 10 ½ miljoner kronor till bolaget. Vår bedömning är att behovet av extern finansiering ligger på cirka 20 miljoner kronor, vilket innebär att ytterligare omkring 5 miljoner kronor kommer att tas in under det närmaste året. Ett fullt utnyttjande av de teckningsoptioner som erhållits i företrädesemissioner ger ytterligare 4,9 miljoner kronor under tredje kvartalet 2019 (förutsatt att inte aktiekursen sjunker ytterligare från dagens nivå).

Vi har justerat våra tre tidigare scenarion (Bas-, Bear- och Bull) med våra justerade intäkts- och rörelseresultatsprognoser före avskrivningar (EBITDA). Här har vi sänkt EBIT-prognoserna för helåret 2019 med 5 miljoner kronor samt med 10 miljoner kronor för helåret 2021. Med detta sagt så är det nya försäljningssamarbetet med Electra Sweden ett intressant steg, då det öppnar upp en säljkanal mot SME-marknaden.

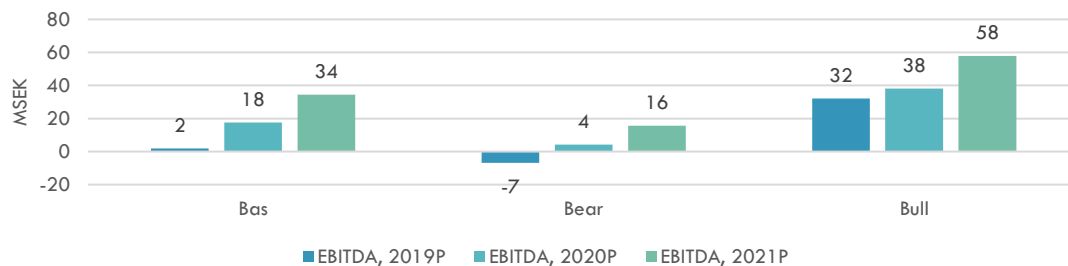
Resultatet illustreras i graferna överst på nästa sida. På intäktssidan har vi utgått från vårt Bas-scenariot och sedan antagit 70 procent av dessa intäktsnivåer från 2019 i Bear-scenariot och 130 procent av basscenario-intäktsprognoserna från 2019 i Bull-scenariot. Denna kalkyl utgår från 15 miljoner kronor i intäkter år 2018 i Bas-scenariot, 9 miljoner kronor år 2018 i Bear-scenariot och 17 miljoner kronor i Bull-scenariot.

Variationerna i lönsamhet (EBITDA) har vi kalkylerat som en funktion av intäkterna där rörelseresultatet i förändras med 45 procent av en marginalintäkt under åren 2018–2021. Detta samband har vi erhållit genom att bryta ned företagets kostnadskalkyl på enskilda poster (handelsvaror, externa kostnader, personalkostnader, avskrivningar och övriga externa kostnader separat). Det förutsätter att en relativt sett stor andel av intäkterna de närmaste åren kommer

Prognoser, intäkter



Prognoser, EBITDA



Källa: Jarl Securities

En sammanställning av våra använda värderingsparametrar för vårt Bear, Bas- respektive Bull-scenariot återfinns i tabellen DCF-värdering nedan. Som framgår ger vårt Bas-scenario ett värde på 1,6 kronor per aktie. Det varierar sedan från 0,2 kronor per aktie i Bear-scenariot till 6,3 kronor per aktie i Bull-scenario. Vi utgår från en kalkylränta på 14 procent.

Det eviga tillväxtantagandet är 2,5 procent per år från och med år 2021 i Bear-scenariot, 3,0 procent i Bas-scenariot och 3,5 procent i Bull-scenariot.

Vad gäller DCF-värderingen av Netmore och dess aktie är hävstångseffekten mycket kraftig och positiv vid försäljningsintäkter överstigande omkring 125 miljoner kronor år 2020. I Bull-scenariot antas bolaget nå en försäljning om 182 miljoner kronor år 2021, vilket i så fall skulle motsvara nästan 2 procent av den tillgängliga marknaden enligt bolagets egen bedömning.

DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	14,0%	14,0%	14,0%
CAGR, 2018 - 2020	86%	86%	92%
Tillväxt, evighetsvärde	2,5%	3,0%	3,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	1	37	158
Nettokassa inkl. nyemission, mkr	4,4	4,4	4,4
Aktievärde, mkr	5,4	41,1	162,3
Antal aktier efter utspädning, miljoner	25,6	25,6	25,6
Värde per aktie, SEK	0,2	1,6	6,3
Implicit EV/Sales, 2020P	0,1 x	0,4x	1,2x
Implicit EV/EBITDA, 2020P	1,3x	2,3x	4,3x

Källa: Jarl Securities

Risker

Det finns ett antal risker knutna till Netmores verksamhet.

Beroendet av nyckelpersoner

VD Rikard Slunga har samlat ett team med lång branschfarenhet bakom sig från såväl telekomleverantörs- som operatörsbranschen. Det tekniska kunnandet, kontakter med produktutvecklare och leverantörer, förmåga att identifiera rätt nisch för företaget etc. kan vara svårt att ersätta om någon eller några nyckelpersoner skulle lämna företaget. Att nyckelpersonerna har ett stort personligt ägande utgör ett visst skydd mot en sådan utveckling.

Försäljnings- och marknadsutveckling

Även om 5G byggs ut snabbt kan säljcyklerna bli långa och beslut om köp och investeringar skjutas framåt i tiden. Netmore har med en förhållandevis liten kassa inte tid att vänta särskilt länge, utan behöver få årliga intäkter på åtminstone 30 till 40 miljoner kronor inom tolv månader.

Samarbete med teknikpartners

Speciellt roamingavtalet med Tre och serviceavtalet avseende bolagets AXE-växel med Ericsson är viktiga för bolagets verksamhet. Dessa skulle kunna påverkas negativt av faktorer som inte är kända idag och bli utmanande för bolaget att hantera.

Ökad konkurrens

Även om Netmore jobbar inom en nisch av 4G/5G-utbyggnaden är en del av företagets befintliga och potentiella kunder intressanta även för andra aktörer. Speciellt gäller det de större industriföretagen, köpcentrumen osv. I dagens läge är Netmores finansiella resurser ett handikapp framförallt inför potentiell konkurrens från större leverantörer och operatörer, som också skulle kunna uppleva Netmore som en besvärlig utmanare som plockar en del av russin ur kakan.

Teknikutveckling

Standarden för 5G börjar sättas nu, men rimligen kommer ändå tekniska nyheter och innovationer att lanseras kommande år i det tekniksprång som sektorn nu tar. Ett antal tiotals miljoner kronor kan ganska snabbt flyga iväg i forskning- och utvecklingspengar i ett eller flera projekt som snabbt kan visa sig nödvändigt att göra för att hänga med i utvecklingen. Även här är Netmores svaga balansräkning ett handikapp och/eller att investerare bör vara medvetna om att mer pengar kan behöva resas framöver till system- och produktutveckling. Uppmuntrande är dock att bolaget har fått 6 miljoner kronor till Vinnova-stödda forskningsprojekt.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.