



UPPDRAGSANALYS
27 februari 2019

SAVO SOLAR
ANALYSGUIDEN

Innehåll

Bra intäktslyft H2, 2018	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Investment case	4
2018 ett bra år.....	4
...men offerter och orderbok talar för ett än bättre 2019.....	4
Flera "nya" spännande marknader	5
Villkor nyemission	5
Prognoser	6
Värdering	7
Risker	9
Disclaimer.....	11

Bra intäktslyft H2, 2018

För helåret 2018 redovisade Savosolar nettointäkter om 5,6 MEUR, över vår prognos på 5 MEUR. Två större leveranser gjorde intäktslyftet. Vid årets utgång uppgick orderboken till 1,2 MEUR. Förutsättningar att bygga på denna förefaller som goda. I basscenariot beräknas ett motiverat värde per aktie om 0,07 kronor, över teckningskursen som är 0,05 kronor.



Savosolar utvecklar och säljer solvärmesystem främst för produktion av fjärrvärme men även för industriella processer. Marknaden för fjärrvärme har historiskt funnits i Europa med Danmark i täten. Under 2018 bokfördes intäkter för

en större installation i Danmark med ett värde om 3,5 MEUR. Även om tillväxttakten i Danmark har avtagit visar data presterad av den danska Energistyrelsen att förnyelsebara källors andel av den totala fjärrvärmeproduktionen kommer öka från 62% år 2017 till 74% år 2021. Med flera större referensanläggningar i landet bör bolaget ha god chans till fler leveranser till Danmark. Den andra stora installationen som bokfördes på 2018 var den i Frankrike med ett värde om cirka 2,0 MEUR. Marknadsutvecklingen är inte lika långt gången i Frankrike som i Danmark. Samtidigt driver statliga investeringsstöd på denna marknad vilket innebär att Frankrike är en mycket intressant marknad för bolaget. Det framförallt då bolaget har den, per dagens datum, största installationen i Frankrike som referens. Till detta skall nämnas att Savosolar under det gångna året 2018 levererade en mindre installation till energiföretaget Véolia ECHM i Frankrike. Vill det sig väl kan denna ingång ge ytterligare ordrar med leverans till den multinationella energikoncernen.

Av utestående offerter vid årsskiftet 2017/18 konverterades cirka 14 procent till intäkter under 2018. Det totala värdet på utestående offerter i dag är 54 MEUR och det faktiska värdet på orderbokens i dag är 1,2 MEUR (0). Givet samma konverteringsgrad (14 procent) på utestående offerter förefaller alltså utsikterna för tillväxt under 2019 som goda. För att kunna realisera på möjligheterna genomför bolaget en nyemission till en kurs om 0,05 kronor. I basscenariot beräknas ett motiverat pris per aktie till 0,07 kronor, 39 procent över teckningskursen, efter utspädning från antagen fulltecknad emission. Lönsamheten är dock en besvärande faktor som bolaget jobbar på.

Utfall och prognoser, basscenario

	MEUR	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Nettointäkter		5,4	0,9	5,6	6,5	12,7	22,6	37,8
EBITDA-resultat		-3,7	-4,1	-4,7	-3,5	-3,1	-2,4	0,2
Current EV/Sales		0,8x	4,8x	0,7x	0,6x	0,3x	0,2x	0,1x
Current EV/EBITDA		-	-	-	-	-	-	19,8x

Källa: Savosolar (utfall) och Jarl Securities (prognoser)

Datum: 27 februari 2019
Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Savo Solar Oyj
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Jari Varjotie
Styrelseordförande: Feodor Aminoff
Marknadsvärde: 25 MSEK
Senast: 0,07 SEK
Kort om Savosolar: Savosolar utvecklar och säljer storskaliga solvärmesystem för industriella applikationsområden liksom fjärrvärme. I dag har bolaget sålt cirka motsvarande 75 000 kvadratmeter solfångare i 18 olika länder.

Möjligheter och styrkor: Med flera storskaliga referensanläggningar på plats bör försäljningsprocessen underlättas.

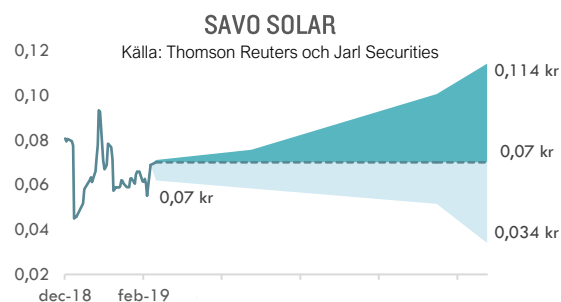
Geografisk expansion via partners bör få orderbokens storlek att växa då Danmark inte längre än ensamma om att satsa på solvärme inom fjärrvärme. Utestående offerter har ett värde om 54 MEUR.

Savosolar har levererat Frankrikes största installation för solvärme. Det bör öppna dörrar för fler större ordrar från landet. Bolaget har också en mindre installation hos energibolaget Véolia ECHM i Frankrike.

Den danska marknaden förväntas fortfarande växa, om än i en långsammare takt än tidigare. Med flera referensanläggningar på plats i landet har bolaget goda förutsättningar att ta hem fler ordrar här.

Risker och svagheter: Tillväxten i den underliggande marknaden drivs till stor del av politiska beslut. Ofördelaktiga beslut och osäkerhet kring subventioner kan frysa en hel marknad, vilket kan hämma bolagets tillväxtplaner. Långa affärsprocesser och varierande storlek på offerter skapar volatilitet i intäkterna. Konkurrenten är hård och tilltar samtidigt som priserna pressas. Bolaget har inte nått lönsamhet. Skaleffekter förväntas dock med ökad volym och bättre priser utanför Danmark.

Värdering efter fulltecknad emission: **Bear** 0,034 kr **Bas** 0,07 kr **Bull** 0,114 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Jari Varjotie har över tjugofem års erfarenhet från diverse chefspositioner, däribland på vindkrafts-tillverkaren Winwind. Vi bedömer Jari och övriga i ledningen som klart kunniga och har lyckats befästa Savosolar som ett starkt varumärke på marknaden.

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



Ägarbild i Savosolar är relativt spridd. Virtway Invest AB är Savos största ägare. Styrelsen och vd Jari Varjotie har också ägarskap vilket bör öka deras finansiella incitament att agera i aktieägarnas intresse.

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



Pågående nyemission är säkrad till 80 procent via teckningsförbindelser och garantier. Det reducerar den finansiella risken. Givet våra prognoser kommer bolaget behöva ta in ytterligare kapital i mitten på 2020.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium 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



Med investeringar gjorda i produktionsledet finns möjlighet till lönsamhet på sikt. Tillväxt under de kommande åren förväntas komma från bland annat Frankrike där bolaget redan etablerat sig. Savosolar behöver inte längre fokusera på att bevisa sig utan kan snarare fokusera alla resurser på att bygga orderbok och skapa lönsamhet.

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 tillväxutsiktterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsiktterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Bolaget har de senaste två åren arbetat med att få upp lönsamheten och lönsamhetsprogrammet fortsätter. Skaleffekter förväntas med ökad volym och bättre försäljningspriser utanför Danmark. Bolagets har utvecklat en partnermodell där marginal på marginal har minimerats. Energiförbrukningen är ändå det bestämmande och konkurrensen är hård. Långa beslutprocesser skapar volatilitet i intäkterna.

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

2018 ett bra år...

Under perioden 2013 till 2016 dubblade Savosolar i genomsnitt sin försäljning varje år. Danmark drev den historiska tillväxten. Ett tydligt hack i kurvan skapades dock under 2017 som en effekt av ytterligare prispress, ökad konkurrens och en haltande marknad i Danmark. De redovisade intäkterna för helåret 2017 landade på cirka 0,8 miljoner euro. Det gångna året, 2018, blev dock betydligt bättre år med totala nettointäkter om 5,6 miljoner euro. Det kan jämföras med våra prognoser om 5,0 miljoner euro. Intäktslyftet kan härledas till två större ordrar, en från Danmark och en från Frankrike.

...men offerter och orderbok talar för ett än bättre 2019

Runt årsskiftet 2017/2018 uppgick värdet på utestående offerter till cirka 40 miljoner euro. Motsvarande värde på utestående offerter runt senaste årsskiftet, 2018/2019 var 54 miljoner euro – en ökning med 14 miljoner euro eller 35 procent. Under 2018 konverterades 14 procent av värdet utestående offerter vid årsskiftet 2017/2018 till intäkter som redovisades 2018.

Värde utestående offerter och orderbok



Källa: Savosolar och Jarl Securities

Vidare är vår bedömning är att Savosolar på den europeiska marknaden inte längre är i behov av att påvisa sin teknik och förmåga at leverera. Istället har bolaget via flera stora referensanläggningar lyckat skapa sig ett väletablerat varumärke. Alla resurser kan således fokuseras på att bygga orderbok och skapa lönsamhet.

Flera "nya" spännande marknader

Det var i maj 2018 som avtalet med danska Grenaa Varmevark A.m.b.a signerades för en större anläggning med en tillhörande intäkt om cirka 3,5 miljoner euro. Denna order bokfördes i räkenskaperna under andra halvåret 2018.

Projektets intäkt är den största i bolagets historia vad gäller en enskild order.

Intressant är att anläggningen är belägen strax intill en annan anläggning fast med solfångare från en konkurrerande aktör. Då ägaren är den samma för båda anläggningar kan jämförelser om effektivitet under samma förhållanden lätt tas fram. Bolagets ledning har stort förtroende till att just deras anläggning är den mest effektiva.

Även om den danska marknaden åter vaknat till liv efter svackan 2017 har denna svalnat av sedan toppen för några år sedan. Därför tror vi att det är nya geografiska marknader som kommer att driva bolagets tillväxt de kommande åren.

För att kunna möta efterfrågan på marknader som Frankrike och Tyskland som förväntas växa har bolaget knutit till sig lokala samarbetspartner som säljer och installerar bolagets anläggningar. Dessa kan även bidra med underhåll, vilket är aktuellt i den senaste affären i Frankrike med newHeat SAS i Frankrike.

Den franska staten har subventionerat investeringar i storskaliga solvärmeanläggningar sedan 2015. Den första storskaliga solvärmearläggningen med en kapacitet om 1,6 MW installerades dock först under 2017. I början av det gångna året, 2018, levererade Savosolar en mindre anläggning till Véolia ECHM i Voreppe. Även om ordervärdet var litet har denna affär givetvis potential att på sikt leda till ytterligare ordrar från den multinationella koncernen.

I mars 2018 signerades avtalet för ytterligare en leverans till Frankrike. Denna order var betydligt större med ett värde om två miljoner euro. Anläggningen som nu levererats till newHeat SAS i Condat-sur-Vézère är landets största med en kapacitet om 3.3 MW termisk solenergi med en årlig värmeproduktion om 4 000 MWh. Utöver intäkter om cirka två miljoner euro fungerar leveransen väl som referens för framtida införsäljningsprocesser i landet.

Som framgår har bolaget alltså lyckats med att tidigt positionera sig på den franska marknaden. Genom partnerskap har bolaget även breddat marknaden mot geografiska områden utanför Europa. Däribland i Kina som har tydliga mål för landets energiförbrukning, Latinamerika där stora gruvindustrier är i behov av reducerade energikostnader samt Australien och Afrika som har goda förutsättningar att nyttja solens energi.

Enligt bolagets ledning finns nu fler affärsmöjligheter utanför Danmark än i Danmark, vilket tidigare inte var fallet. Att sprida försäljningsinsatserna är således helt klart ett steg i rätt riktning. Genom att bruka samarbetspartners i syftet att öka försäljningsinsatserna på nya marknader undviker Savosolar ytterligare fasta kostnaderna (och därmed också risk) som skulle uppkomma om bolaget istället valt att sätta upp en egen organisation på varje ny marknad.

Villkor nyemission

För att kunna fortsätta ta marknadsandelar globalt behöver bolaget stärka upp rörelsekapitalet. I detta syfte genomför Savosolar en nyemission

Solenergi för produktion av elektrisk energi har fått huvudfokus för franska subventioner som också fått effekt. Enligt REN21 adderades 0,9 GW PV-kapacitet under 2017. Frankrike var därmed det land som investerat åttonde mest i PV-kapacitet samma år. Per januari 2019 planeras kapaciteten att utökas med ytterligare 17,2 GW till 2025.

som vid full teckning inbringrar 5,3 miljoner euro före emissionskostnader. Pengarna kommer även att användas för att betala tillbaka ett bryggglån om 800 000 euro. Teckningskursen är satt till 0,05 kronor (i Finland 0,005 euro) och teckningsperioden löper mellan den 1 – 15 mars (i Finland 1 – 19 mars). Emissionen är säkrad till 80 procent via garantier och teckningsförbindelser från styrelsen och bolagets vd, Jari Varjotie.

De som tecknar aktier i nyemissioner kommer även få teckningsoptioner. Lösenpriset är inte fastställt men kommer ligga inom intervallet 0,005 – 0,01 euro per aktie. Lösenperioden för dessa är mellan den 25 november och 9 december 2019. Givet att dessa tecknas till 100 procent inbringas ytterligare max 3,5 miljoner euro före relaterade kostnader.

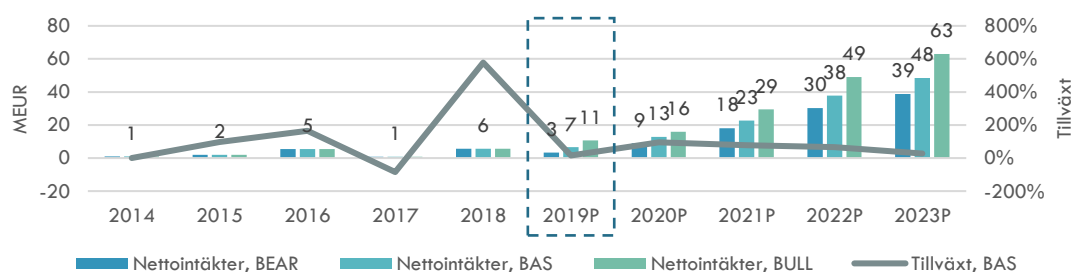
Prognoser

Med en produkt som i tester påvisats ligga i toppen vad gäller effektivitet och med större referensinstallationer på plats som i praktiken bekräftat detta är vår bedömning att det finns goda förutsättningar för fortsatt stark tillväxt. Den danska marknaden är åter uppe och snurrar. Dock förväntas tillväxttakten i Danmark avta samtidigt som data presterad av den danska Energistyrelsen att förnyelsebara källors andel av den totala fjärrvärmeproduktionen kommer öka från 62% år 2017 till 74% år 2021. Vidare satsar landet alltmer på hybridanläggningar genom finansiella incitament för investeringar i sådana. Solvärme är ofta en del av sådana hybridanläggningar.

Samtidigt har den globala satsningen genom partners redan börjat ge frukt – dock än så länge bara i Europa. Men en etablering på den globala marknaden är ett steg i rätt riktning. I vårt scenario fortsätter den starka tillväxten under den prognostiserade perioden.

Nedan visas den antagna försäljningskurvan i tre scenarion. I basscenariot som vi anser vara mest sannolika är den genomsnittliga tillväxttakten per år (CAGR) 71 procent under perioden 2019 till 2023. I ett mer optimistiskt bull-scenario är motsvarande siffra cirka 83 procent och i ett mer defensivt bear-scenario cirka 62 procent. Den långsiktiga tillväxttakten är satt till tre procent per i samtliga scenarion.

Historiska och prognostiserade nettointäkter, tre scenarion



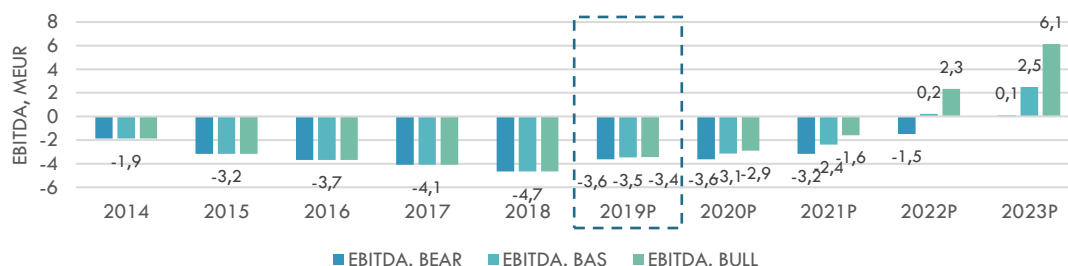
Källa: Savosolar och Jarl Securities

Bolaget har som bekant inte ännu uppnått lönsamhet i verksamheten men med ökade volymer antas lönsamheten komma. I samtliga scenarion antas bruttomarginalerna stabiliseras runt 25 procent 2023. Det är något under/i linje med liknande bolag men motiveras av affärsmodellen där delar av försäljning sker via distributörer som också skall ha en andel av den totala marginalen. Dock är de stora investeringarna redan gjorda i produktionsledet. Vi modellerar med ett förbättrat rörelseresultat som i basscenariot blir svagt positivt 2022 med en omsättning på 38 miljoner euro.

Vi ser ingen anledning till varför personalkostnad skulle öka markant under befintlig affärsmodell. Vidare är vår bedömning att övriga externa kostnader kan minska då de flesta kostnader relaterade till produkten och produktion redan är tagna. Samtidigt kan utökad produktionskapacitet på sikt bli aktuellt.

Nedan visas den prognostiserade lönsamheten i termer av rörelseresultat före av- och nedskrivningar (EBITDA).

Historiska och prognostiserade EBITDA-resultat, tre scenarion



Källa: Savosolar och Jarl Securities

I samtliga scenarion modellerar vi med långsiktiga EBITDA-marginaler om 15 procent. Det är i linje med liknande bolag.

Värdering

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat pris per aktie i basscenariot till 0,07 kronor efter utspädning från en antagen fulltecknad emission – 39 procent över teckningskursen om 0,05 kronor (0,005 euro) i pågående emission.

Motsvarande siffra i bull-scenariot är 0,114 kronor per aktie och i bear-scenariot 0,034 kronor per aktie. Se tabell nedan.

Motiverat värde per aktie, tre scenarion

	SEK	BEAR	BAS	BULL
DCF-värdering		0,016	0,063	0,123
Multipelvärdering		0,053	0,076	0,106
Motiverat värde per aktie, kronor		0,034	0,070	0,114
Upp-/nedsida relativt teckningskurs (0,05 kr)		-32%	39%	129%
Implicit EV/Sales, 2019P		1,3x	1,4x	1,4x
Implicit EV/EBITDA, 2018P		-	-	-

Källa: Jarl Securities

Nedan visas DCF-värderingen för de tre scenariona med tillhörande antaganden.

DCF-värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Diskonteringsränta	14,9%	14,9%	14,9%
CAGR, 2010 - 2023	62%	71%	83%
Långsiktig EBITDA-marginal	7%	15%	15%
Rörelsevärde EV, MEUR	0,0	6,4	14,3
EV, varav restvärde	-	249%	143%
Antaget nettobelopp emission, MEUR	3,9	3,9	3,9
Kassa efter emission, MEUR	0,7	0,7	0,7
Skuld, dec-2018 MEUR	2,6	2,6	2,6
Aktievärde, MEUR	2,1	8,5	16,4
Aktier efter emission, miljoner	1 415	1 415	1 415
Värde per aktie, EUR	0,001	0,006	0,012
EUR/SEK	10,60	10,60	10,60
Värde per aktie, SEK	0,016	0,063	0,123
Upp-/nedsida relativt teckningskurs (0,05 kr)	-69%	27%	145%
Implicit EV/Sales, 2019P	-	1,0x	1,3x
Implicit EV/EBITDA 2019P	-	-	-

Källa: Jarl Securities

Nedan visas multipelvärderingen. I jämförelsegruppen har vi inkluderat bolag aktiva inom förnyelsebar energi. De inkluderade bolagen är alla aktiva inom solenergi men med olika fokus, tekniker och marknader.

Multipelvärdering, tre scenarion

	Börsvärde, MSEK	Land	EV/Sales, NTM	P/B	
Xinyi Solar Holdings Ltd	32 835	China	3,7x	2,5x	
Aventron AG	3 629	Switzerland	9,2x	2,6x	
Canadian Solar Inc	13 292	Canada	0,6x	1,1x	
EDP Renovaveis SA	75 888	Spain	5,8x	1,1x	
First Solar Inc	52 660	United States of America	1,3x	1,0x	
Encavis AG	7 972	Germany	7,7x	1,1x	
Meyer Burger Technology AG	4 882	Switzerland	1,2x	2,1x	
Northland Power Inc	30 808	Canada	7,1x	4,1x	
REC Silicon ASA	1 851	Norway	1,2x	2,0x	
Real Goods Solar Inc	298	United States of America	0,3x	4,5x	
SunPower Corp	8 639	United States of America	0,8x	-4,4x	
Scatec Solar ASA	10 415	Norway	10,1x	4,9x	
Sunworks Inc	139	United States of America	0,2x	1,2x	
		Genomsnitt	3,8x	1,8x	
		Rabatt	50%	0%	
		Rabatterat genomsnitt	1,9x	1,8x	
			BEAR	BAS	BULL
	Prognos nettointäkter 2019P, MEUR		3,3	6,5	10,8
	Bokvärde, efter fulltecknad emission MEUR		2,1	2,1	2,1
	Implicit EV, Sales-multipel MEUR		6,2	12,3	20,3
	Implicit EV, P/B-multipel MEUR		3,8	3,8	3,8
	Genomsnitt implicit EV, MEUR		5,0	8,1	12,1
	Nettokassa, MEUR		2	2	2
	Aktievärde, MEUR		7	10	14
	EUR/SEK		10,6	10,6	10,6
	Aktievärde, MSEK		74,9	107,5	149,9
	Utestående aktier, miljoner stycken		1414,5	1414,5	1414,5
	Värde per aktie, EUR		0,005	0,007	0,010
	EUR/SEK		10,60	10,60	10,60
	Värde per aktie, SEK		0,053	0,076	0,106
	Upp-/nedsida relativt teckningskurs (0,05 kr)		6%	52%	112%

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

Risker

Konkurrensen i sektorn är hård redan i dag och Savosolar slåss mot kapitalstarka spelare som dominanta danska Arcon. Savosolars nisch mot stora system för fjärrvärme eller industrin växer samtidigt som intresset för små lokala system minskar. Det är därför inte orimligt att konkurrensen kommer att öka inom nischen de kommande åren.

Innan bolaget erhåller en order måste investeringskalkyler göras,

finansiering säkras, ansökning om tillstånd beviljas liksom offerter från leverantörer tas in. Med andra ord är processerna långa hos de potentiella köparna innan en eventuell order kan bli aktuell. Det skapar volatilitet i intäktsflödena.

Savosolar konkurrerar med andra tillverkare vars produkter är billigare i inköp om än inte lika effektiva. Utvecklingen går framåt vilket pressar priser även i toppsegmentet. Detta kan på sikt reducera bolagets intäkter.

Låga priser för fossila bränslen gör att efterfrågan på alternativ faller.

Statlig subventionering hjälper till att driva marknaden för förnybar energi. Reducerade subventioner kan hämma tillväxten.

Stigande kostnader för material och insatsvaror kan reducera rörelsemarginalerna.

Genom att arbeta med samarbetspartners minskar bolagets förmåga att kontrollera försäljningsprocesserna liksom själva arbetet kring uppbyggnad av anläggningar.

Högre räntor kan hämma investeringstakten i nya projekt. Det gör även att investeringskalkylerna blir svårare att räkna hem för nya projekt.

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 Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.