



UPPDRAGSANALYS  
18 maj 2018

# BOULE DIAGNOSTICS

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

|   |    |
|---|----|
| Vinstlyft trots intäktsstapp.....                           | 2  |
| Temperatur.....   | 3  |
| Ledning och styrelse.....                                   | 3  |
| Ägare.....  | 3  |
| Finansiell ställning.....                                   | 3  |
| Potential.....  | 3  |
| Risk.....   | 3  |
| Lägre kostnader lyfter marginal trots försäljningstapp..... | 4  |
| Boule köper teknik för ny produktgeneration.....            | 5  |
| Högre marginaler uppväger lägre försäljningsantaganden..... | 6  |
| Värderingsansats.....                                       | 7  |
| Boule värderas något lägre än branschkollegor.....          | 8  |
| Om Boule Diagnostics.....                                   | 9  |
| Stark närvaro på klotets växande delar har burit frukt..... | 10 |
| Ägare och ledning.....                                      | 11 |
| Vd och ordförande.....                                      | 11 |
| Entreprenörer och institutioner i ägartoppen.....           | 11 |
| Disclaimer.....   | 13 |

# Vinstlyft trots intäktstapp

**Boule överraskar med en tydlig vinstökning i första kvartalet 2018 trots fallande intäkter. Lägre underliggande rörelsekostnader lyfte resultatet. Den svaga försäljningen ger viss osäkerhet men flera faktorer talar för en återhämtning.**



Diagnostikbolaget Boule redovisade sämre försäljning men kraftigt stigande marginaler och resultat för det första kvartalet 2018. Frånvaro av större instrument-upphandlingar, en svag dollar slog mot intäkterna, liksom att kunder har avvaktat med beställningar inför lanseringen av bolagets nya veterinärssystem. Detta

uppvägdes mer än väl av lägre rörelsekostnader, ett tecken på att bolagets fokus på effektiviseringar gett tydlig effekt. Pågående utveckling av en ny produkt-generation medförde dessutom en högre andel aktiverade utvecklingskostnader. Detta medför att bolaget allt annat lika kan redovisa klart högre marginaler, även om kassaflödet inte påverkas.

Bolaget har nyligen förvärvat teknologi för att snabba på utvecklingen av nya så kallade fempartsinstrument. Dessa möjliggör mer avancerade blodanalyser och fempartsmarknaden växer snabbare än Boules traditionella "hemmaplan", trepartsinstrument. Denna satsning kan därför om den slår väl ut stärka de långsiktiga tillväxtutsikterna.

Vi räknar med att bolagets tillväxt successivt kan repa sig under resten av året, bland annat drivet av nya lanseringar och att en distributionsförändring i Indien faller på plats. Dock sänker vi våra tillväxtantaganden och räknar med drygt fem procents tillväxt 2018 (tidigare cirka nio procent). Detta uppvägs av att vi räknar med lägre rörelsekostnader och sammantaget har vi höjt vår resultatprognos tydligt. Boules intäkter och resultat kan samtidigt variera ganska kraftigt mellan kvartal beroende på större upphandlingar och det ger en osäkerhet i våra estimat. Vårt motiverade värde i basscenariot blir oförändrat, 308 kronor per aktie efter utdelning.

## Utfall och prognoser, basscenario

| MSEK            | 2015  | 2016  | 2017  | 2018P | 2019P |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 331,4 | 397   | 428   | 451   | 496   |
| Tillväxt, %     | 8,1%  | 19,7% | 7,8%  | 5,4%  | 10,0% |
| EBIT            | 22    | 47    | 54    | 80    | 88    |
| Rörelsemarginal | 6,5%  | 11,8% | 12,7% | 17,7% | 17,7% |
| VPA, kronor     | 3,3   | 7,4   | 7,7   | 11,5  | 12,6  |
| PE-tal          | 28,0  | 38    | 34    | 27    | 24    |

Källa: Boule (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

Datum: 18 maj 2018  
Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

Företagsnamn: Boule Diagnostics AB  
Lista: Nasdaq OMX Small Cap  
Vd: Fredrik Dalborg  
Styrelseordförande: Peter von Ehrenheim  
Marknadsvärde: 1 505 MSEK  
Senast: 310 SEK  
Kort om Boule Diagnostics: Boule Diagnostics tillverkar och säljer diagnostikutrustning för blodanalys. Det är den vanligaste analysen vid ett läkarbesök. Analysen går ut på att räkna antalet röda och vita blod-kroppar samt blodplättar. Det ger vägledning för en rad olika sjukdomstillstånd som anemi, infektion och leukemier.

Möjligheter och styrkor: Boule har en stor exponering mot tillväxtmarknader i Asien, Latinamerika och Östeuropa som växer snabbare än mogna marknader.

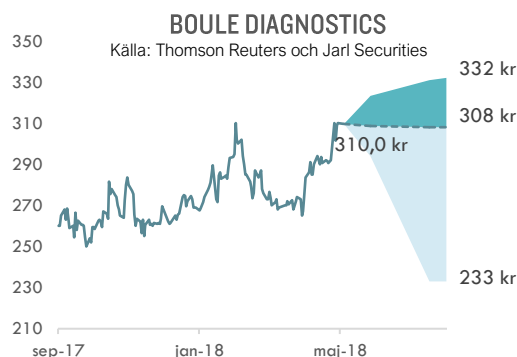
En stor del av försäljningen härrör från förbrukningsvaror som är låsta till de egna instrumenten. Det ger återkommande intäkter med hög marginal.

Risker och svagheter: Konkurrensen på mogna marknader är hård från stora resursstarka aktörer.

Prisnivåer på instrument är låga på vissa marknader som Indien.

För att skydda marknadspositionen på sikt krävs att bolaget lyckas med produktutveckling.

Värdering: **Bear** 233 kr      **Bas** 308 kr      **Bull** 332 kr



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Fredrik Dalborg tillträdde som Vd den 1 april 2017. Han har haft ledande positioner i större medicintekniska koncerner och genomfört lönsamhetsförbättringar.

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



Högt på ägarlistan återfinns framgångsrika entreprenörer blandat med institutionella ägare.

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



Vinstutvecklingen har varit stark de senaste åren på grund av snabb tillväxt och stigande marginaler. Skuldsättningen är låg.

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



En stor exponering mot tillväxtregioner uppväger tuff konkurrens på mogna marknader. Aktievärderingen är relativt hög efter en mycket stark kursutveckling de senaste åren.

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 tillväxtutsikterna 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



Andelen förbrukningsvaror är hög vilket ger stabilitet i intjäningen. Bolaget är beroende av att löpande satsningar på produktutveckling är framgångsrika.

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.



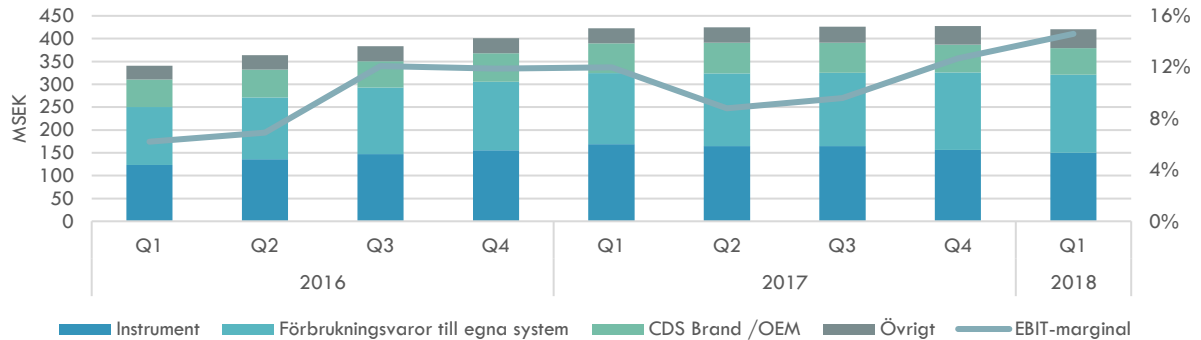
## Lägre kostnader lyfter marginal trots försäljningstapp

Boule Diagnostics rapport för det första kvartalet 2018 ger ett något paradoxalt första intryck. Samtidigt som nettoomsättningen backade med närmare sju procent till 99,5 MSEK (106,6) steg rörelseresultatet tydligt till 18,8 MSEK (12,0) och rörelsemarginalen uppgick till 18,9 procent (11,2). Detta förklarades av lägre omkostnader. En viktig komponent är att en större del av forsknings- och utvecklingskostnader aktiveras relaterat till utvecklingen av nya produkter. Även försäljnings- och administrationskostnader var dock lägre vilket vittnar om att effektiviseringar fått effekt.

Den svagare försäljningen beskrivs vara en följd av frånvaron av större upphandlingar. Instrumentförsäljningen backade med 18 procent i volym, vilket till viss del uppvägdes av högre pris. Försäljningen av veterinärsystem påverkades negativt av att kunder avvaktat lanseringen av det nya systemet H200 som nådde marknaden i april. Bolaget har också förändrat distributionsstrukturen i Indien vilket åtminstone temporärt har hämmat försäljningen. Bruttomarginalen försvagades men bolaget uppger att det främst berodde på nedskrivningar av lager och att den underliggande utvecklingen var positiv med en bättre produkt- och regionmix i försäljningen.

Den starka marginalen är ett styrkebesked även om aktiverade kostnader stör jämförelsen. Tillväxten har varit avtagande sedan första kvartalet 2017 och är ett visst bekymmer. Bolaget uppger dock att kvartalet avslutades starkt. Om dollarförstärkningen håller i sig kan denna motvind mojnas under andra halvåret.

### Boule rullande tolv månaders försäljning och EBIT-marginal

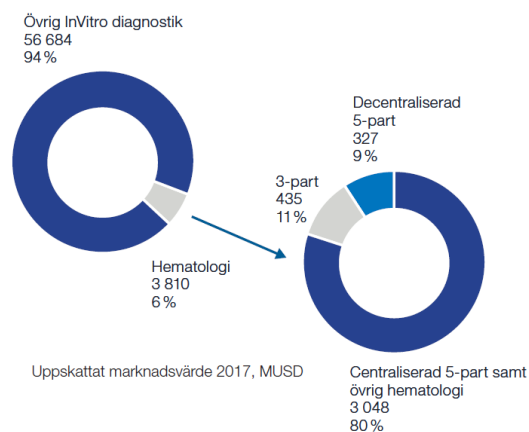


Källa: Boule Diagnostics och Jarl Securities

### Boule köper teknik för ny produktgeneration

Under april meddelade Boule att man förvärvar rättigheter till teknologi från Drew Technologies avseende laseroptik och sensorer till fempartssystem. De senare är mer avancerade instrument som kan differentiera mellan fler typer av vita blodkroppar. I dagsläget säljs mest instrument och det görs flest tester med de enklare trepartssystemen. Fempartssystem är dyrare och står därför för 40 procent av marknaden i värde och växer snabbare.

### Boule fokuserar på marknader värda omkring 760 MUSD (drygt sex miljarder SEK)



Källa: Boule Diagnostics

Boule betalar 3 MUSD. Drew Technologies är en del av koncernen Erba Diagnostics som har haft finansiella problem vilket kan ha spelat Boule i händerna. Förvärvet ska förkorta tiden till produkt lansering och uppges sänka utvecklingskostnader. Laseroptik används visserligen redan idag i Boules fempartsinstrument Quintus men med en extern leverantör. Med förvärvet får Boule tillgång till egen teknologi på området.

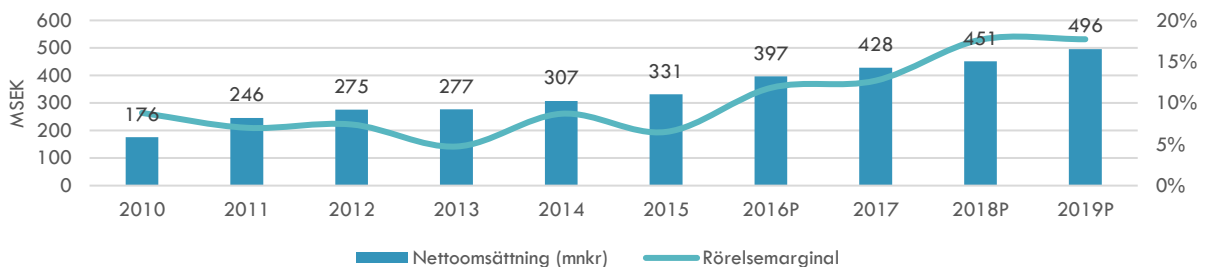
Bolaget uppger inte hur stor andel fempartssystem idag utgör av bolagets instrumentförsäljning men vi uppskattar att det är en jämförelsevis låg andel då produkten inte finns på viktiga marknader som exempelvis USA. Det finns tydliga poäng med satsningen med potential till såväl snabbare tillväxt som högre instrumentmarginaler. Fempartssystem förbrukar dessutom mer förbrukningsvaror.

## Högre marginaler uppväger lägre försäljningsantaganden

Givet den tröga starten försäljningsmässigt på året blir det en utmaning att nå upp till målnivån om minst tio procents tillväxt åtminstone under 2018. Vi tror dock på en successiv återhämtning drivet av nya lanseringar och att nya distributionsvägar (som Indien) faller på plats. Valutaeffekter kan också mildras framöver. Vad gäller nya lanseringar har Boule under april 2018 som ovan nämnts lanserat en veterinärversion av den uppdaterade instrumentplattformen. Därtill kommer en produkt för klinisk kemi, även den riktad mot veterinärmarknaden, lanseras inom kort. I dagsläget har Boule en ganska begränsad exponering vad gäller veterinärmarknaden men det utgör en intressant tillväxtpotential. Bolaget träffade vidare i slutet av 2017 ett distributionsavtal med Cellavision avseende lansering av ett Cellavisions nya produktutbud för den decentraliserade marknaden. Cellavision ser en marknad på omkring 500 miljoner SEK för detta segment. Enligt planen ska lansering ske under andra halvåret 2018.

Vi antar sammantaget en tillväxt på omkring fem procent för helåret (ned från tidigare knappt nio procent). Trots nedjusteringen av intäktsprognosen har vi höjt estimatet för rörelseresultatet då vi räknar med tydligt lägre löpande kostnader än tidigare. Det beror till ganska stor del på högre andel aktiverade utvecklingskostnader än vi tidigare antagit och de lägre kostnadsantagandena får därför inte fullt genomslag på kassaflödet. Sammantaget räknar vi dock med klart högre marginaler än tidigare och spår ett utfall för 2018 på närmare 18 procent (tidigare 14,7 procent).

### Nettoomsättning och rörelsemarginal



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

## Värderingsansats

För att värdera Boule har vi tillämpat en kassaflödesmodell (DCF) i kombination med en jämförelsemodell vars utgångspunkt är noterade bolag med snarlik verksamhet.

Som utgångspunkt har vi en explicit prognosperiod på tio år. För de närmaste fem åren har vi antagit en genomsnittlig tillväxt på drygt nio procent per år, i linje med utvecklingen mellan 2012 och 2017. Vi har därefter räknat med att tillväxten successivt sjunker mot ett långsiktigt antagande om fyra procent. Därefter har vi beräknat ett slutvärde baserat på långsiktiga tillväxt- och marginalantaganden. Vi har räknat med en genomsnittlig omsättnings-tillväxt på nio procent under prognosperioden. Vi gör bedömningen att rörelsemarginalen kan klättra tydligt upp till cirka 18 procent de närmaste åren till följd av stigande andel förbrukningsvaror i försäljningsmixen, effektiviseringar och aktivering av utvecklingskostnader. Detta vore i så fall i samma härad som de större noterade konkurrenterna ligger i dagsläget (18 till 19 procent). Långsiktigt har vi i basscenariot räknat med en rörelsemarginal på 15 procent. Vi har räknat med en riskpremie på 8,9 procent baserat på en antagen marknadsriskpremie på 6,5 procent plus ett småbolagstillägg på 2,4 procent (Källa: PwCs *Riskpremiestudien 2017*), justerat för antagen skuldsättning.

I ett optimistiskt scenario (BULL) har vi räknat med en högre genomsnittlig tillväxt kommande fem år på 13 procent. Vi räknar här med att bolaget når en rörelsemarginal om 18 procent.

I ett försiktigt scenario (BEAR) räknar vi med en lägre genomsnittlig tillväxt kommande fem år på 6,5 procent, i linje med marknadstillväxten inom decentraliserad blodanalys. Vi räknar med att bolaget kan nå en marginal på 16,7 procent.

I tabell nedan redovisas DCF-värderingen.



## DCF-värdering

|                                | BEAR  | BASE  | BULL  |
|--------------------------------|-------|-------|-------|
| wacc                           | 8,9%  | 8,9%  | 8,9%  |
| CAGR, 2017E - 2022P            | 6,5%  | 9,2%  | 13,0% |
| EBIT-marginal 2022P            | 16,7% | 16,7% | 18,0% |
| Långsiktig tillväxt            | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  |
| Långsiktig EBIT-marginal       | 15,0% | 15,0% | 15,0% |
| Rörelsevärde (EV)              | 1 075 | 1 287 | 1 557 |
| Kassa, Mar-2018*               | 95    | 95    | 95    |
| Räntebärande skulder, Mar-2018 | 37    | 37    | 37    |
| Nettokassa, Mar-2018           | 58    | 58    | 58    |
| Aktievärde                     | 1133  | 1345  | 1615  |
| Antal aktier, miljoner         | 4,9   | 4,9   | 4,9   |
| Motiverat värde per aktie, SEK | 232,9 | 276,6 | 332,0 |

Källa Jarl Securities. \*Justerat för utdelning

DCF-värdet i basscenariot är i stort oförändrat jämfört med föregående analys då högre marginaler motverkas av lägre antaganden om tillväxt och högre investeringar.

## Boule värderas något lägre än branschkollegor

I tabellen nedan listar vi ett urval av jämförelseobjekt för Boule Diagnostics inom In Vitro diagnostik med tonvikt på hematologi. Jämförelsen störs av att flera bolag utgörs av större koncerner där diagnostik endast utgör en del av verksamheten. Cellavision är troligen det bolag som mest liknar Boule, dock har Cellavision historiskt visat upp högre tillväxt och lönsamhet.

## Relativvärdering bolag inom diagnostik

| Bolag   | Kurs   | EV/omsättning 2018P | PE 2018P | EV/EBIT 2018P |
|---|--------|---------------------|----------|---------------|
| Cellavision                                   | 156,40 | 10,0x               | 41,3x    | 32,0x         |
| Systemex (JPY)                                | 9680   | 6,3x                | 42,6x    | NULL          |
| Nihon Kohden (JPY)                            | 2951   | 1,3x                | 22,6x    | NULL          |
| Biomérieux (EUR)                              | 69,20  | 3,4x                | 32,2x    | 23,4x         |
| Danaher (USD)                                 | 100,70 | 3,9x                | 21,9x    | 20,5x         |
| Abbott Labs(USD)                              | 60,77  | 3,9x                | 20,3x    | 18,7x         |
| Biotage                                       | 102,00 | 3,0x                | 24,0x    | 17,5x         |
| Genomsnitt                                    |        | 4,6x                | 29,3x    | 22,4x         |
| Median  |        | 3,9x                | 24,0x    | 20,5x         |
| Boule (JS prognos)                            | 309,0  | 3,1x                | 27,0x    | 17,7x         |
| Värderingspremie/rabatt (median)              |        | -20%                | 13%      | -14%          |
| Implicit värdering (median), kronor per aktie |        | 383,2               | 274,5    | 354,4         |

Källa Thomson Reuters och Jarl Securities.

Boule värderas med rabatt på försäljningsmultipeln och EV/EBIT men med en premie på PE-talet. En värdering som gruppen ovan motsvarar ett intervall på mellan 274 kronor och 383 kronor med ett genomsnitt på 337 kronor. Ett genomsnitt av våra värderingsansatser ger ett motiverat värde på 308 kronor (308 kronor) efter utdelning i basscenariot. Boule värderas alltså till ganska höga multiplar men relativvärdering och en förväntad god vinstutveckling ger stöd åt kursen.

## Om Boule Diagnostics

Boule Diagnostics AB (Boule eller bolaget) tillverkar och säljer diagnostikutrustning för blodanalys. Det är den vanligaste analysen vid ett läkarbesök. Analysen går ut på att räkna antalet röda och vita blodkroppar samt blodplättar. Det ger vägledning för en rad olika sjukdomstillstånd som anemi, infektion och leukemier. Inför cellräkning späds blodprovet ut med reagens vilket görs automatiskt i instrumentet. Med hjälp av instrumentet kan de olika typerna av vita blodkropparna separeras från varandra och räknas var för sig i ett steg som kallas differentiering. Halten av olika vita blodkroppar ger en indikation på om en inflammatorisk process pågår i kroppen eller om immunförsvaret är nedsatt.

### Översikt över metod och användningsområden för blodcellsräkning

#### Blodcellräkning (CBC) – så här går det till

##### 1 Blodprov



##### Klinisk relevans

- Röda blodkroppar**
- Blodbrist
  - Blödningar
  - Graviditet
  - Ämnesomsättningsproblem

##### 2 Analys i automatisk blodcellräknare



##### Blodplättar

- Koagulationsrubbnig
- Kemoterapi
- Blödersjuka
- Infektion

##### 3 Provsvar på en minut



- Röda blodkroppar (syretillförsel)
- Blodplättar (koagulation)
- Vita blodkroppar (immunförsvaret)

##### Vita blodkroppar

- Bakteriefektion
- Virusinfektion
- Parasitinfektion
- Leukemi
- Allergi

Källa: Boule Diagnostics

Det är vanligt med en uppdelning i de tre huvudtyperna av vita blodkroppar, granulocyter, lymfocyter och monocyter, så kallad trepartsdifferentiering. I mer avancerade instrument kan även de tre undertyperna av granulocyter separeras, så kallad fempartsdifferentiering.

## Översikt över Boules produktutbud

| Produkt                        | Beskrivning | Human | Veterinär | EU | USA | Kina | Övr. viktiga marknader |
|--------------------------------|-------------|-------|-----------|----|-----|------|------------------------|
| Swelab                         | 3-parts     | x     |           | x  |     | x    | x                      |
| Medonic                        | 3-parts     | x     |           | x  | x   | x    | x                      |
| Quintus                        | 5-parts     | x     |           | x  |     | x    | x                      |
| Exigo                          | 3-,4-parts  |       | x         | x  | x   | x    | x                      |
| Reagens                        |             | x     | x         | x  | x   | x    | x                      |
| Reagens till andra tillverkare |             | x     | x         | x  | x   | x    | x                      |
| Klinisk kemi, Orion            |             | x     |           |    | x   |      |                        |

Källa: Jarl Securities bedömning

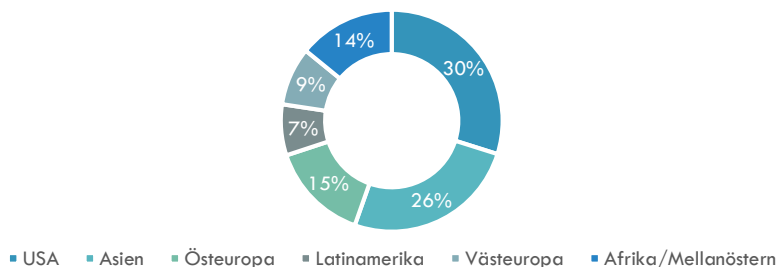
Boule tillhandahåller fyra instrumentplattformar: Medonic, Swelab, Quintus och Exigo. Den största delen av omsättningen härrör dock från förbrukningsvaror i form av reagens, blodkontroller, kalibratorer och rengöringsprodukter. Boule producerar även förbrukningsvaror under konkurrerande tillverkares varumärken (CDS Brand/OEM).

## Stark närvaro på klotets växande delar har burit frukt

Boule lade 2016 i en högre växel vad gäller tillväxt och lönsamhet. Ett tydligt fokus på att tjäna pengar på användningen av instrumenten, genom att låsa diagnosinstrumentet till de egna testerna, har burit frukt. Denna inläsningsstrategi infördes visserligen redan i slutet av 00-talet men då instrumenten har en livslängd på upp till åtta år har den fulla effekten dröjt till de senaste åren. Bolaget har också metodiskt byggt upp ett stort nätverk av distributörer på tillväxtmarknader vilket lett till framgångar i samband med upphandlingar på marknader som Indien, Ryssland, Mexiko och Egypten. Försäljning via distributörer stod under 2017 för 98 procent av försäljningen.

Givet att dessa marknader växer betydligt snabbare än de mogna marknaderna i Västvärlden är de så klart intressanta. Boule har också jämfört med flertalet konkurrenter en relativt större exponering mot tillväxtmarknader. Försäljning utanför USA och Västeuropa svarar för drygt 60 procent av koncernens omsättning.

### Omsättning fördelad på geografiskt område (2017)



Källa: Boule och Jarl Securities

## Ägare och ledning

### Vd och ordförande

Fredrik Dalborg efterträdde veteranen Ernst Westman som Vd den 1 april 2017. Han har haft ledande positioner i större internationella koncerner inom medicinsk teknik som Gambro och Terumo. Han har framgångsrikt drivit lönsamhetsförbättringar med posteringar i bland annat USA och Asien. Dalborg äger 3 500 aktier och 48 631 optioner.

Peter Ehrenheim valdes in i styrelsen 2015 och tillträdde som ordförande i januari 2016 efter ägarförändringen då Siem avyttrat sitt ägande.

### Entreprenörer och institutioner i ägartoppen

Under december 2015 skedde en större förändring i ägartoppen då Siem Capital överlät hela sitt innehav om 33,4 procent till Svolder, Nordea Fonder och Martin Gren. Köparna av Siems post har hittills haft en lyckosam resa. Den tidigare storägaren Staffan Persson sålde hela sitt innehav om dryg tio procent i början av 2017 och i samband med det blev Robur ny ägare.

Martin Gren är en framgångsrik uppfinnare och entreprenör som är medgrundare till Axis Communications. Gren är större ägare i ett flertal noterade IT- och Life Science-bolag som ProAct, Camurus, Vitec och Cellavision.

### Tio största ägarna, 2018-03-31

|                                | <b>%, kapital</b> |
|--------------------------------|-------------------|
| Martin Gren (Grenspecialisten) | 10,7              |
| Svolder                        | 10,6              |
| Thomas Eklund                  | 9,3               |
| Swedbank Robur Fonder          | 9,2               |
| SEB Fonder                     | 7,6               |
| Tredje AP-fonden               | 7,3               |
| Handelsbanken Fonder           | 6,9               |
| Länsförsäkringar Fonder        | 3,7               |
| SSB Client Omnibus             | 3,1               |
| Société Générale               | 3,0               |

Källa: Holdings.se

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://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 Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.