



Uppdragsanalys, 2017-05-29

# ANALYSGUIDEN

Consilium



# Bättre orderläge för april 2017

Consiliums ordergång och resultat för kvartal I/2017 visar på en svagt positiv trend. Vi justerar dock ned helårsestimaten för 2017 en aning. Det leder till en något lägre riktkurs på 94 kronor (98), men Öka-rådet kvarstår.

**C**onsilium säljer både egenutvecklade och inköpta produkter samt system som skyddar liv, materiella värden och miljön. Bolaget har två affärsområden: Marine & Safety samt Safety Engineering. Verksamheten är nischad mot högkvalitetsegmentet av marknaden med mottot "When Safety Matters". Över hälften av koncernens omsättning kommer från Asien och ungefär 35 procent från Europa.

**Ett tecken på bolagets** internationella framgång är att vartannat större fartyg i världen har någon av Consiliums produkter ombord. Förutom fartyg levererar bolaget till tåg, tunnelbana, offshore-rigg, solkraftverk, u-båtar med mera. Consilium har lyckats väl med att bredda användningsområdena för sina produkter. Efter fem kvartal med lägre rörelsemarginal än väntat, var

första kvartalet 2017 mer i linje med vad vi trodde. Bolaget har tagit marknadsandelar och sålt mer mot andra segment som till exempel kryssningsfartyg, tunnelbana och tåg. Förvärvet av brandsäkerhetsföretaget ACAF i USA är litet (cirka 15 miljoner kronor i årlig omsättning) men breddar produkt-portföljen.

**Consiliums** rörelseresultat skulle rensat för marknadsföringsinsatserna mot olje- och gassektorn ha potential att hamna omkring 180 miljoner kronorsnivån. Utfallet under första kvartalet 2017 gör dock att vi antar att bolaget bara når drygt halvvägs dit i år. Consilium är ett privatägt bolag som investerar långsiktigt, vilket ger aktien en viss rabatt i dagsläget.

Vår prognos bygger förutom förvärv på 1 procent organiskt tillväxt helåret 2017. Vi upprepar vårt tidigare Öka-råd nu med en riktkurs på 94 kronor (98).

## NYCKELTAL (Miljoner kronor där annat inte anges)

Mnkr	2014	2015	2016	2017p	2018p
Omsättning	1 255	1 566	1 643	1 716	1 785
Rörelseresultat	110	175	142	166	180
Rörelsemarginal	8,8%	11,2%	8,6%	9,7%	10,1%
Årets resultat	62	83	72	92	101
P/E-tal	15,0	16,0	18,9	12,3	11,1
Eget kapital	328	376	447	503	581

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

Riktkurs: 94 kronor, ÖKA

Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

## KORTA FAKTA

Vd: Ove Hansson  
Styrelseordförande: Carl Rosenblad  
Största ägare: Carl Rosenblad  
Börsvärde, mnkr: 936  
Lista: Nasdaq OMX Small Cap  
Aktuell börskurs, kr: 80

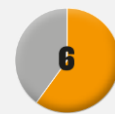
## BÖRSTEMPERATUR



**Ledning**  
Vd Ove Hansson har arbetat inom Consilium-koncernen i 25 år. Hans ägande i bolaget ökar incitamenten att agera i aktieägarnas intresse.



**Ägare**  
Familjen Rosenblad är överlägset störst ägare. Det innebär stabilitet och ägarengagemang men också att mindre aktieägare måste lita på Rosenblads kompetens och välvilja.



**Finansiell ställning**  
Bolagets finansiella ställning stärks successivt efter genomförda förvärv som momentant belastade. Finansnettot tar bara en dryg tredjedel av rörelseresultat i anspråk.

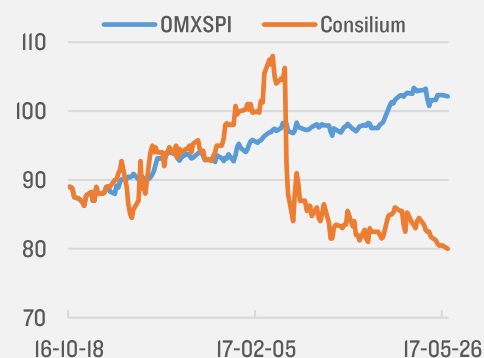


**Potential**  
Consilium har sedan 2016 genomfört en betydande marknadsöppning mot olje- och gassektorn som kan börja ge betalt 2017. Nya och tidigare förvärvade bolag kan plussa på vinsten ytterligare.



**Risk**  
Företagets kundbas är delvis kopplad till ökad världshandel (framförallt sjötransporter). Likaså är ett relativt högt oljepris förmånligt då denna sektor i så fall sannolikt investerar, annars inte. Slutligen missgynnas bolaget av en starkare krona.

## AKTIEKURS



## Generella bolagskriterier

### Ledning (1-10)

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 (1-10)

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 och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning (1-10)

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 (1-10)

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 (1-10)

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.

## Om bolaget

Consilium säljer produkter och system som skyddar liv, materiella värden och miljön. Bolaget säljer både egenutvecklade produkter och externa varumärken. Säkerhetssystem står för cirka 90 procent av koncernens nettoomsättning.

Consilium har varit noterat på Stockholmsbörsen sedan 1994. Företaget har 64 kontor i 27 länder och försäljnings- och servicerepresentanter i ytterligare cirka 50 länder. I kvartal 1/2017-rapporten meddelade bolaget att ett marknadskontor nu sätts upp i Frankrike, inriktad mot franska rederier, varv, fartyg (inklusive militära sådana) samt off-shore. Inklusive sina intressebolag är antalet anställda i Consilium-koncernen cirka 980 stycken.

Geografiskt härrör över hälften av bolagets omsättning från Asien och ungefär 35 procent från Europa, medan ungefär 10 procent av försäljningen kommer från Amerika. Bolaget är uppdelat i två affärsområden: Marine & Safety som står för ungefär 75 procent av omsättningen, samt Safety Engineering som utgör omkring 25 procent av omsättningen.

### Marine & Safety

Affärsområdet Marine & Safety tillhandahåller produkter och system som är avsedda för fartyg, offshore, spårbundna fordon och större fastigheter. Kunderna är varv, rederier, offshorebolag, marina management-bolag, OEM-företag (som säljer paketlösningar för tillverkning under eget namn), tåg-tillverkare, tågoperatörer, säkerhetsföretag och ägare av fastigheter med högt skyddsvärde såsom sjukhus och vissa fabriker. Kundlistan för det här affärssegmentet inkluderar världens största varv Hyundai och Daewoo, Kinas största varv Dalian, de norska rederierna Awilco och NCL, tåg-tillverkaren Bombardier samt Londons tunnelbana.

Detta affärsområdes fokus ligger på produkter och system för brand- och gassäkerhet, men erbjuder också produkter och system inom navigation och miljöskydd. Exempel på produkter är brandlarm, gaslarm, emissions-system, marina färdskrivare samt navigationsloggar.

Storleken på en typisk order varierar väsentligt mellan olika typer av skepp: fem till åtta miljoner kronor för ett kryssningsfartyg, mer än en miljon kronor för ett LNG-skepp (ett skepp som transporterar flytande naturgas) samt ungefär 80 tusen kronor för ett bulkfartyg (en typ av last-fartyg). Desto högre säkerhetskrav på skeppen, desto mer pengar för Consilium. Eftersom vissa fartyg genererar ungefär sju gånger mer intäkter än andra gäller det att inte stirra sig blind på antalet skepp som byggs i världen när Marine & Safetys marknadsförutsättningar skall bedömas.

Affärssegmentet har över åren flyttat en allt större andel av sin omsättning från den marina nybyggnationsmarknaden till eftermarknaden. Nu utgör eftermarknaden cirka 60 procent av nettoomsättningen, vilket medför flera fördelar. För det första innebär det mer förutsägbara intäkter över en längre tid jämfört med att bara sälja en stor order i samband med att ett fartyg byggs. Det innebär i sin tur att bolaget blir mindre konjunktur-känsligt, eftersom antalet nybyggda fartyg är starkt beroende av världskonjunkturen. Slutligen är det bra för intäkterna: Eftermarknaden är värd

mer än nybyggnationsmarknaden över ett fartygs livstid, då fartyg normalt har en livslängd på minst 25 år.

### Safety Engineering

Affärsområde Safety Engineering fokuserar på brandsäkerhet för olje-, gas- och kraftindustrin. Affärsområdet erbjuder större systemlösningar för bland annat branddetektering, gasdetektering, brandskydd och släckning. Dessutom erbjuder företaget instrumentering och kontrollsystem (automation) för tankanläggningar. En normal order för detta affärsområde ligger mellan 10 och 30 miljoner kronor.

Affärsområdet har på senare år framgångsrikt växt på nya geografiska marknader och nya segment. Ett exempel är en tidigare större order till ett solkraftverk.

## Utvecklingsarbete

Consiliums investeringar uppgick till 60 miljoner kronor 2014, som ökade till 75 miljoner kronor 2015 och 78 miljoner kronor 2016. Vi tror att investeringarna kommer att plana ut under 2017, delvis till följd av att de varit ovanligt stora under 2016. Under första kvartalet 2017 var dock investeringarna fortfarande högre än motsvarande period 2016.

Till det som gjorts hittar vi olika certifieringar som indikerar olika säkerhetsnivåer som är viktiga att uppfylla för att få tillgång till vissa nischer av marknaden. En del av detta tas också som löpande kostnader inklusive ökade avskrivningar, vilket syns tydligt i kassaflödesanalysen (avskrivningar på 55 miljoner kronor 2016 jämfört med 36 miljoner kronor 2015 och 38 miljoner kronor 2014). En av de viktigare nya produkterna som tagits fram är ett brandlarm med typ 2-godkännande som kommer att marknadsföras och säljas mot främst olje- och gassektorn samt tunnelbanor. Geografiskt har kampanjen sin tyngdpunkt mot Mellanöstern, där nya försäljningskontor har öppnats.

## Företagsförvärv

Consilium förvärvar med jämna mellanrum företag inom sin bransch. Det kan vara leverantörer till Consilium, bolag med intressant teknik, bolag med distribution till nya marknader eller som på andra sätt strategiskt passar ihop med Consilium.

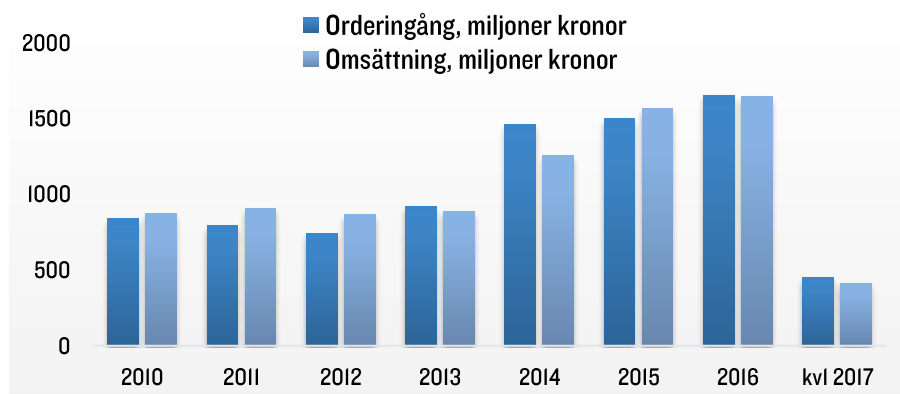
Det senaste större förvärvet var av 79 procent av aktierna i det skotska bolaget Micropack, som sysslar med detektion av bränder och gas. Köpeskillingen för 79 procent av aktierna på skuldfri basis var 222 miljoner kronor. Consilium har en option att förvärva återstående 21 procent av aktierna i bolaget. Under räkenskapsåret 2014/2015 omsatte Micropack 95 miljoner kronor och gjorde ett rörelseresultat om 38 miljoner kronor. Det är endast 6 procent av vad övriga Consilium-koncernen omsatte år 2015 men nästan 22 procent av samma periods rörelseresultat. Förvärvet kan därför få en väsentlig effekt på gruppens lönsamhet. Micropack säljer mycket till olje- och gasindustrin, vars investeringsvilja har minskat till följd av lägre oljepriser.

I januari 2017 förvärvade Consilium 60 procent av det amerikanska brandsäkerhetsföretaget AFAC för knappt 9 miljoner kronor. Det förvärvade bolaget har ett mycket effektivt skumsläckningssystem som överträffar de på marknaden befintliga systemen i form av kortare släckningstid samtidigt som mindre vatten och skum behöver användas. Det är alltså en typisk säkerhetsprodukt som stärker koncernens produktportfölj på området.

## Orderingång & framtida omsättning

Mellan 2010 och 2016 har år med högre omsättning än orderingång följts av mycket svag eller negativ tillväxt följande år. År med högre orderingång än nettoomsättning har följts av år med kraftig omsättningstillväxt. Det har i stor utsträckning handlat om uppdämda investeringsbehov hos kunderna som ackumulerats under flera å. Därefter uppstår en "ketchupeffekt" som det blev 2014. Vårt intryck är att vi återigen befinner oss i en sådan avvaktande ackumulationsfas, där ett lägre oljepris (jämfört med tidigare toppnivåer i mitten av 2014) håller tillbaka investeringar inom olja & gassektorn. Consilium har kunnat kompensera sig genom en ökad försäljning inom landbaserade segment, men även riktad mot eftermarknaden till fartyg liksom segmentet kryssningsfartyg. Andra segment som upplever en stark efterfrågan är säkerhetssystem mot kraftverk samt tågsidan, liksom höga byggnader med skyddsbehov. Generellt befinner vi oss i en högkonjunktur framförallt i Europa och Nordamerika, medan Kinas ekonomi (speciellt industri och byggnation) åter har kylts av. Consilium har en större slagsida mot Asien-försäljning än flertalet svenska företag, men har samtidigt kunnat genomföra tidigare beskrivna segmentsförskjutning.

En stark ökning (18 procent) av Consilium-koncernens orders för april 2017 innebar att den ackumulerat för årets fyra första månader 2017 ligger 3 procent över motsvarande period 2016. Orderingångstillväxten återfinns sin helhet inom affärsområde Marine & Safety, medan Safety Engineering hittills i år ligger klart lägre än motsvarande period i fjol. Detta affärsområde har också en relativt större exponering mot olje-och gassektorn. Koncernens orderstock på 870 miljoner kronor per 30 april 2017 täcker ungefär sex månaders fakturering.



Utveckling av Consilium-koncernens orderingång jämfört med omsättning sedan 2010.

Framöver finns givetvis en risk att världshandeln kan drabbas om Donald Trumps politik mot en ökad protektionism i USA skulle genomföras. De mycket stora handelsflödena mellan Kina och USA skulle kunna hämmas i ett sådant scenario inklusive i förlängningen behovet av nytt handelstonnage. De första kontakterna mellan Trump och Kinas president pekar dock snarast i riktningen att länderna kan nå överenskommelser på handelsområdet. Däremot har vi sett minskade beställningar av nytt handelstonnage globalt men det beror främst att det har byggts för mycket tonnage tidigare. Det kan dröja till 2019 innan den marknaden kommer i balans igen.

### Oljeprisets betydelse

Oljepriset har också betydelse för Olje & gassektorns vilja att investera. Oljepriset föll kraftigt från augusti 2014 när Ryssland startade kriget i östra Ukraina via sina ombud. Under 2016 har en återhämtning skett samt även att antalet aktiva oljerigggar (enligt Hugher Baker index) åter stiger i USA sedan slutet av augusti 2016. Vi uppskattar att oljepriset (Brent och WTI) skulle behöva nå upp till omkring 60 USD per fat för att industrin åter skulle börja investera. Detta skulle då också kunna vara en trigger för Consiliums del (inklusive aktien).

WTI Oljepris (USD per fat)



WTI-oljans prisutveckling sedan 1 januari 2014. WTI speglar USA-marknaden, medan Brent används på övriga världsmarknaden.

Viktigt att komma ihåg är samtidigt att Consilium vänder sig mot många olika segment, inklusive mindre konjunkturkänsliga sådana som kryssningsfartyg, ett segment som gynnas av nuvarande demografi med ett stort antal 1940-talister i både Nordamerika och Europa med gott om tid och pengar.

Sammanfattningsvis känns det som att första halvåret 2017 inte kommer att vara jättestarkt för Consiliums del (vilket bekräftas av utfallet för första kvartalet), men att oddsen ökar mot slutet av året och speciellt om oljepriset skulle fortsätta uppåt. Konjunktoren inte minst i Europa har överraskat positivt på senare tid. Saudiarabien och Ryssland har också på börjat bli mer överens om fortsatta produktionsbegränsningar, en faktor som dock motverkas av ökat antal aktiva oljerigggar i USA.

## Ledning

### Vd och koncernchef

Ove Hansson, född 1955. Civilekonomexamen och jur. kand. från Uppsala universitet. Han har arbetat inom Consilium-koncernen i 25 år och äger nästan en procent av Consiliums aktiekapital.

### Finanschef

Anna Holmgren, född 1965. Diplomerad ekonom.

### Ekonomichef

Roger Orreteg, född 1956. Civilekonom. Skillnaden mot finansdirektören är att ekonomichefen har ett mer operativt ansvar.

### Chef för Marine & Safety

Carl Adam Rosenblad, född 1965. Civilekonomexamen från Uppsala universitet. Chef för affärsområdet Marine & Safety sedan 2010, och styrelseledamot sedan 1996.

### Chef för Safety Engineering

Ove Hansson är chef för affärsområdet Safety & Engineering, utöver sina uppdrag som vd och koncernchef.

## Styrelse

### Styrelseordförande

Carl Rosenblad, född 1935. Civilekonomexamen och jur. kand. Styrelseledamot sedan 1994 då Consilium börsnoterades, och styrelseordförande sedan år 2000. Carl är huvudägare i Consilium med över 70 procent av rösterna och drygt hälften av kapitalet.

### Övriga styrelseledamöter

Carl Adam Rosenblad (se ledning, ovan)

Fredrik Nygren, född 1966. Fil. kand. i ekonomi. Styrelseledamot sedan 2007.

Peter Carlberg, född 1955. Högskoleingenjör. Styrelseledamot sedan 2008.

Anne-Marie Åström, född 1965. Jur. kand. Styrelseledamot sedan 2009.

Erik Lindborg, född 1952. Civilingenjör. Styrelseledamot sedan 2012.

Thomasine Rosenblad, född 1964. Kandidatexamen i psykologi och HR från Uppsala universitet. Styrelseledamot sedan maj 2014.



## Ägare

Aktieägare 2017-03-31		
Ägare	Kapital	Röster
Carl Rosenblad	52,6%	72,1%
MCT Brattberg Aktiebolag	18,8%	11,1%
Magnus Vahlquist	4,5%	2,7%
Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy	1,2%	0,7%
Hawk Invest AS	1,1%	0,7%
Ove Hansson	0,9%	0,5%
Lotta och Nils Rosenblads stiftelse	0,8%	0,5%
Avanza Pension	0,8%	0,4%
Unionen	0,7%	0,4%
Jonas Johansson	0,6%	0,4%

Källa: Holding.se

Carl Rosenblad är den enda ägare som har de röststarka A-aktierna, vilket ger honom en avsevärt mycket högre andel av röster än kapital. Med så stor röstmajoritet, posten som styrelseordförande och två familjemedlemmar i styrelsen har Carl givetvis den avgörande makten över bolaget. Övriga aktieägare måste därför lita på att han agerar i deras intresse.

En uppenbar fördel är att huvudägaren har ett mycket starkt ekonomiskt incitament att engagera sig i bolaget. När flera generationer i huvudägarens familj är engagerade i ett bolag är det rimligt att anta att det handlar om ett mycket långsiktigt åtagande, som i många fall genom arv kan sträcka sig längre än en livstid. En stark känslomässig koppling mellan bolag och ägarfamilj kan dessutom ta fram ett engagemang bortom det som är ekonomiskt motiverat och subventioner till bolaget från den privata familjeförmögenheten. Samma sentimentala känslor inför bolaget kan dock även få en ägarfamilj att till exempel tacka nej till ett uppköpserbjudande eller vägra att släppa den operativa kontrollen över bolaget även om det skulle ligga i övriga aktieägarnas intresse.

Det faktum att en icke-familjemedlem är koncernchef tyder på att Carl Rosenblad inte prioriterar operativ familjekontroll över allt annat, vilket är positivt för övriga investerare. Sammantaget bedömer vi att familjen Rosenblad är en bra huvudägare.

## Värdering

Vi värderar Consilium utifrån diskonterade kassaflöden. Med den senaste bokslutskommunikén som grund uppskattar vi minoritetsandelen i resultatet till 17 procent framöver. Vi justerar även för koncernens nettoskuld.

Vi räknar med en måttlig organisk tillväxt för Consilium-koncernen, 3 procent för helår 2017, 4 procent för 2018 och 3 procent för 2019. Vi har lutat oss mot orderingången för första tertialet för att uppskatta intäktsökningen för helåret 2017.

Vidare antar vi 2 procent omsättningstillväxt och en nedgång till 9,7 procent rörelsemarginal år 2020 som får stå till grund för slutvärdet i vår diskonterade värderingsmodell. Vi använder en diskonteringsränta på 8,9 procent, härlett som en mix av 12 procent avkastningskrav på eget kapital och 5,25 procent antagen låneränta.

Värderingsmodellen är känslig för antaganden om bolagets långsiktiga lönsamhet. I vårt bas-scenario hamnar vi på ett DCF-värde om 94 kronor per Consilium-aktie. Höjer vi den långsiktiga rörelsemarginalen från 9,7 procent till 10,7 procent stiger DCF-värdet till 106 kronor per aktie. På motsvarande sätt minskar DCF-värdet till 81 kronor vid ett antagande om endast 8,7 procent långsiktig rörelsemarginal. Nuvarande aktiekurs verkar mer spegla det senare scenariot. Vi tror att det är väl pessimistiskt och behåller därför vår tidigare Öka-rekommendation med en riktkurs på 94 kronor (tidigare 98 kronor).

Det finns en ytterligare uppsida i Consilium-aktien ifall bolaget når sitt nya mål om minst tio procents tillväxt per år. Bolaget gynnas också av en starkare US-dollar som bör lyfta resultatet något under 2017 när tidigare valutasäkringar löpt ut. Effekten har dock minskat efter den rekyl USD genomgått på senare tid mot den svenska kronan.

Sammanfattningsvis är vårt intryck att bolagets verksamhet fortsätter att utvecklas väl. Betydande investeringar gentemot olja- och gassektorn tar tid att få betalt för och är delvis avhängig en återhämtning för oljepriset.

DCF-värdering					
	2017p	2018p	2019p	2020p	Slutvärde
Omsättning	1716	1785	1838	1894	
Rörelseresultat	166	180	191	183	
Rörelsemarginal	9,7%	10,1%	10,4%	9,7%	
Skatt	-23	-25	-27	-40	
Investeringar och rörelsekapitalförändring minus avskrivningar	-15	-13	-10	0	
Fria kassaflöden beaktat	129	143	154	143	2098
Diskonterade kassaflöden	127	129	128	109	1638
Summa diskonterade kassaflöden	2132				
Avgår nettoskuld	-796				
Summa värde eget kapital	1336				
Hänförligt till moderbolaget	1096				
Antal aktier (miljoner)	11,7				
Riktkurs (kronor)	94				

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.com](http://www.jarlsecurities.com), 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.

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