

UPPDRAGSANALYS
23 november 2018

FASTATOR ANALYSGUIDEN



Innehåll

| | |
|--|----|
| Lägre rabatt efter kurslyft..... | 2 |
| Temperatur..... | 3 |
| Ledning och styrelse..... | 3 |
| Ägare..... | 3 |
| Finansiell ställning..... | 3 |
| Potential..... | 3 |
| Risk..... | 3 |
| Investmentbolag inom fastigheter..... | 4 |
| Övriga investeringar..... | 6 |
| Marknaden för Samhällsfastigheter..... | 7 |
| Investment case..... | 9 |
| Disclaimer..... | 10 |

28 procent rabatt på JEK

Fastator ökade med ytterligare knappt 4 kronor till 58,7 kronor per aktie under kvartal 3/2018. Efter en kursuppgång på 12 procent under de tre senaste månaderna ligger substansrabatten på fortsatt höga 28 procent.



Fastators nuvarande portfölj domineras av hälftenägda Offentliga Hus i Norden AB (OH). Detta bolag äger fastigheter värda omkring 4 miljarder kronor efter ett större förvärv i oktober 2018 med hyresgäster från stat, kommun

och landsting, vilket ger stabila kassaflöden. Målet är att OH ska öka sitt fastighetsvärde till mellan 6 och 7 miljarder kronor år 2019, då en börsnotering är planerad. Utfallet av denna blir mycket viktigt för värdet på Fastators aktie. Det handlar om att få betalt för den värdeökning på cirka 542 miljoner kronor (varav hälften tillfaller Fastator) som OH har redovisade för de nio första månaderna 2018, varav 75 miljoner kronor under tredje kvartalet.

Fastator är ett investmentbolag där förvaltning, utveckling och försäljning av innehaven utgör affärsmodellen. Bolaget ska som en aktiv ägare med en ägarandel på mellan 10 och 50 procent addera värde till lokala fastighetsprojekt eller företag med produkter kopplade till fastighetssektorn. Bolaget har inga begränsningar vad gäller investeringarna och har ett annorlunda tänk. En relativt hög kostnad för lånat kapital innebär samtidigt att investeringarna får ett högre avkastningskrav.

Fastator-aktien ger en riskspridning för investering i olika fastighetsprojekt med högre avkastning, även om exponeringen mot OH väger tungt. Fastator har inlett en process för notering av sin aktie på någon av börsens huvudlistor, vilket bör vara positivt för kursutvecklingen. Substansrabatten i Fastators aktie har minskat till 28 procent, jämfört med 31 procent med vår senaste uppdatering den 30 augusti 2018. Vi höjer vår riktkurs för Fastator-aktien i bas-scenariot till 50 kronor (43).

Utfall och prognoser, Bas-scenario

| | MSEK | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättning | | 9 | 44 | 110 | 130 | 145 |
| Rörelseresultat | | 69 | 64 | 300 | 160 | 200 |
| Årets resultat | | 91 | 54 | 285 | 128 | 161 |
| Resultat per aktie, kr | | 6,5 | 3,8 | 20,3 | 9,1 | 11,5 |
| P/E-tal | | 4,2 | 6,6 | 2,1 | 4,6 | 3,7 |
| Räntebärande skulder | | 87 | 214 | 250 | 265 | 245 |
| Eget kapital | | 529 | 584 | 869 | 997 | 1158 |

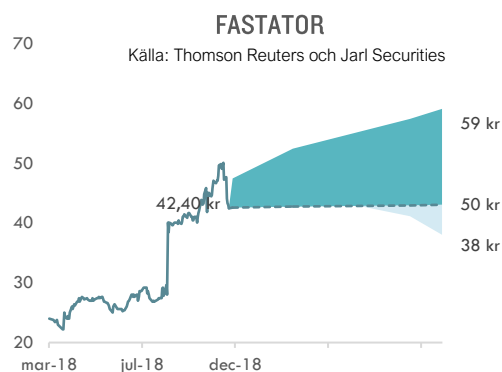
Källa: Fastator (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

Datum: 23 november 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securitie

Företagsnamn: Fastator AB
Lista: FIRST NORTH
Vd: Joachim Kuylenstierna
Styrelseordförande: Björn Rosengren
Marknadsvärde: 594 MSEK
Senast: 42,4 SEK
Kort om Fastator: Fastator är ett investmentbolag med inriktning mot fastighetssektorn. Portföljen är bokförda till 975 miljoner kronor varav ungefär 55 procent är hänförligt till hälftenägda Offentliga Hus AB som investerar i samhällsfastigheter. Andra innehav i portföljen är numera helägda Industrisamhället Nordic Holding AB (tidigare Portvakten i Angelholm), ett hälftenägande i GenovaFastigheter Holding som är inriktade mot utveckling av bland annat bostäder, förvaltningsfirman Nordic PM samt Liveable.

Möjligheter och styrkor: Marknaden för samhällsfastigheter är het, vilket ökar chansen att Offentliga Hus (OH) får en bra prislapp vid en börsnotering. Bolaget har löst sin tidigare obligation om 250 miljoner kronor och utökat den till 350 miljoner kronor, vilket innebär ökade investeringsmöjligheter samt mindre risk för framtida låneförfall. Företagsledningarna i Fastator och OH har varit med i tidigare varierande konjunkturlägen, vilket utgör en styrka i tingen kring köp och försäljningar.
Risker och svagheter: Fastator har lån med hög ränta omkring 8,5 procent. Det begränsar investeringsutrymmet till högavkastande och mer udda investeringar. Även Offentliga lokaler äldras och kan behöva byggas om. Slutligen är bolaget beroende av ett antal nyckelpersoner och entreprenörer som utvecklar bolagen ingående i portföljen.

Värdering: Bear 38 kr Bas 50 kr Bull 59 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Joachim Kuylenstierna har en 25-årig erfarenhet från fastighetssektorn. Han är en entreprenör, vilket ökar förståelsen kring investeringar i onoterade bolag.

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



Två privata storägare, Mats Lundberg och Joachim Kuylenstierna, är båda erfarna entreprenörer vilket ger styrka. Målet är att bredda ägarkretsen och intresset för aktien har ökat under 2018.

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



Fastator hade en nettoskuld på 221 miljoner kronor per 30 september 2018. Räntekostnaden på bolagets obligationslån är förhållandevis hög (omkring 8 procent).

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



Bolaget utnyttjar en möjlighet att investera i lokala och lite mer udda fastighetsprojekt utanför de stora bolagens radarskärm. Substansrabatten är höga 28 procent, vilket ger en uppsida i aktiekursen.

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



Den operationella risken i Offentliga Hus är låg och i övriga bolag normal. Dock behöver bolagen växa för att nå ökad lönsamhet.

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.



Investmentbolag inom fastigheter

Fastators ursprung grundar sig huvudsakligen på bolaget Offentliga Hus i Norden AB ("Offentliga Hus eller OH") vars verksamhet startade 2011. Under de följande fem åren har Fastator genom Offentliga Hus byggt upp en fastighetsportfölj med 230 samhällsfastigheter om uppskattningsvis strax över 350 000 kvadratmeter uthyrbar yta inräknat de 14 fastigheter som tillträdades i oktober 2018 och med ett marknadsvärde för fastigheterna på cirka 4 miljarder kronor inklusive de nytillträdade fastigheterna. Ett större förvärv var för 828 miljoner kronor i december 2017 där Svevias vägstationer runt om i Sverige utgjorde huvuddelen. Den 29 juni 2018 köptes ytterligare Samhällsfastigheter för 655 miljoner kronor med 54 000 kvadratmeter uthyrbar yta vilka tillträdades under tredje kvartalet 2018. Hyresavtalen i den befintliga fastighetsportföljen per 31 december 2017 hade en genomsnittlig löptid om 7,6 år. Vid den tidpunkten kom mer än 90 procent av hyresintäkterna från Offentliga hyresgäster (stat, kommun och landsting).

De vägstationer som Offentliga Hus köpte från Svevia ligger utefter de svenska Europa- och riksvägarna och består av en byggnad där material för vägbyggnation som exempelvis grus och betong samt annan utrustning lagras. Därtill finns en större uppställningsplats för maskiner för vägunderhåll i anslutning till byggnaden.

Studentbostadsportföljen om totalt ca 25 000 kvadratmeter i södra Sverige har lagts i ett delägt bolag där Offentliga Hus äger 45 procent och övriga delägare är Amasten och SBB i Norden AB. De fastigheter som Offentliga Hus sålde in till det nya bolaget var bokförda till 424 miljoner kronor per 30 juni 2018.

Offentliga Hus hyresintäkter uppgick till 288 miljoner kronor i årstakt per 31 augusti 2018, med ett driftnetto före centrala administrationskostnader på 213 miljoner kronor. Det ger en överskottsgrad om 74 procent, vilket är förhållandevis högt i fastighetsbranschen. Räknat med normaliserade centrala administrationskostnader om 15 miljoner kronor (de faktiska uppgick till 34 miljoner kronor per 31 augusti 2018) ger det en direktavkastning om 6,4 procent. Den nivån känns rimlig med tanke på beståndets karaktär och geografiska belägenhet samt inte minst att det handlar om offentliga hyresgäster.

Just nu är efterfrågan på offentliga fastigheter mycket stor. Merparten av den värdeökning på 467 miljoner kronor som bolaget redovisade under första halvåret och ytterligare 75 miljoner kronor under tredje kvartalet 2018 är hänförlig till höjda hyresnivåer, medan en mindre del beror på sänkta avkastningskrav. Det är en trend som fortfarande gäller för kommersiella fastigheter generellt i Sverige.

Offentliga Hus har framförallt investerat utanför de svenska storstadsområdena och hade tidigare (före Svevia- och övriga förvärv under 2017) sin geografiska tyngdpunkt i Värmland i till exempel Karlstad och Västra Götaland i Borås och Lilla Edet. Efter köpen under 2017 finns nu bolagets fastigheter på 135 orter runt om i Sverige. Krasst uttryckt spelar det inte så stor roll för kassaflödet eftersom varje svensk kommun i dagsläget är en trygg betalare. I ett senare skede när lokalerna ska hyras ut på nytt får efterfrågan på den lokala hyresmarknaden en betydelse. Men det beror också på lokalernas skick som kan vara specialanpassade och behöva byggas om i så fall.

Sedan 2014 är OH hälftenägt där resterande 50 procent av Luxemburgs-baserade Offentliga Nordic Propert Holding SARL vars ägare tillsammans med Fastator ger finansiella muskler att låta OH växa – där nu målet är en fastighetsvolym mellan sex och sju miljarder kronor år 2019.

Offentliga Hus, Gotlands Folkhögskola i Bunge på Gotland (en fastighet i portföljen).



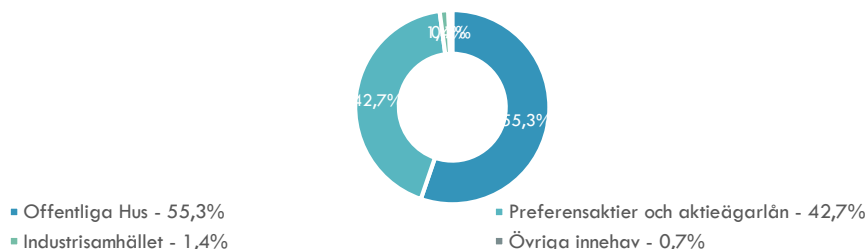
Källa: Offentliga Hus hemsida.

Under 2016 tillkom en betydande aktör i Samhällsfastighetssektorn, nämligen SBB i Norden AB, som under det senaste året dominerat transaktionsmarknaden inom detta segment i Sverige. Under 2016 genomförde Offentliga Hus endast ett fåtal nya affärer (vilket syntes i en avtagande intäktsstillväxt). Ett VD-byte genomfördes därför till Lars Holm som tog vid den 1 juni 2017.

Kvar i Fastators egen fastighetsportfölj efter flera försäljningar under 2016 är GenovaFastator Holding, ett bolag som äger 50 procent i en utvecklingsfastighet i Sickla (Nacka kommun), sydöst om Stockholm) där en detaljplan har varit under framtagande för omvandling till bostäder. Här finns en potential på längre sikt eftersom Fastator endast har bokfört sitt 50 procentiga-innehav till omkring 150 miljoner kronor vilket nästan motsvaras av de 140 miljoner kronor som Fastator har förtur till i utdelning från det gemensamägda bolagets fastighetsbestånd. Huvuddelen av detta innehav är preferensaktier som Fastator sedan kvartal 1/2018 redovisar tillsammans med andra preferensaktier och aktieägarlån.

Under andra halvåret 2016 förvärvade Fastator 50 procent i Portvakten Industrifastigheter i Ängelholm. Portvakten har letts av en lokal entreprenör som emellertid sålde sina kvarvarande aktier till Fastator under tredje kvartalet 2018. Det innebär att bolaget numera är helägt av Fastator som i samband med det döpte om det till Industrisamhället Nordic Holding AB. Målsättningen är nu att bredda bolagets inriktning geografiskt. En sådan skulle de fastighetsköp på 111 miljoner kronor avseende elva fastigheter i Karlskoga och Skåne från Amasten den 19 november 2018 kunna vara ett exempel på.

Fastators portföljinnehav per 30 september 2018



Källa: Fastator och Jarl Securities

Övriga investeringar

Innehaven i Fastators investeringsportfölj bör åtminstone fram emot slutet av 2019 (då Offentliga Hus ska vara börsnoterat) vara mer jämnt fördelade än idag. Exempelvis fem till sex innehav vardera i storleksordningen 100 till 200 miljoner kronor (plus belåning).

Under tredje kvartalet 2016 köpte Fastator förvaltningsfirman Nordic PM för 14 miljoner kronor. Nordic PM redovisade intäkter på 53 miljoner kronor och ett rörelseresultat på drygt 3 miljoner kronor för räkenskapsåret 2017. Bolaget har sedan tidigare Offentliga Hus på sin kundlista vilket innebär att verksamheten redan var känd av köparen.

En investering skedde under 2017 i Liveable motsvarande 25 procent ägarandel. Det är ett fintech-bolag som erbjuder en digital lösning för hyresdepositioner. Istället för en hyresdeposition kan hyresgästen lämna en garanti som denne sedan betalar 15 procent för.

Fastators utmaning blir att få summan av ett antal onoterade innehav att värderas till en premie. De försäljningar som genomfördes under 2016 gav betydande reavinst och är därmed en fjäder i hatten. Men det är främst den stora värdeökningen i Offentliga Hus fastighetsportfölj sedan försommaren 2018 som har gett ett betydande utslag i en stigande aktiekurs i Fastator sedan dess. Offentliga Hus behöver för att kunna växa bli mer kända och köpa fastigheter i konkurrens med ett antal aktörer som beskrivs nedan. Motsvarande övning har Samhällsbyggnadsbolaget genomfört och avkastningen hamnade i slutändan strax under 5 procent för en granska spridd portfölj. Fördelen för Offentliga Hus är att deras investerings-inriktning är mot kommuner utanför de svenska storstäderna, där konkurrensen om objekten är mindre. Förutom kommuner, landsting och statliga bolag (som Svevia) är köp från privata ägare av fastigheter med offentliga hyresgäster en möjlighet som bolaget redan visat prov på i sina senaste förvärv.

Fastator behöver bygga upp sina innehav kring lokalt framgångsrika entreprenörer och det blir i praktiken i dessa som investeringen sker. Fördelen är att börsnoteringen medger förhållandevis billig kapitalanskaffning som kan ge en konkurrensfördel speciellt utanför storstadsområdena. Bolaget refinansierade nyligen sina obligationslån fortsatt till en årlig ränta om Stibor 3 månader plus 8,5 procent. Det innebär implicit ändå att bolaget bör ha ett högre avkastningskrav på sina investeringar än exempelvis SBB i Norden.

Marknaden för Samhällsfastigheter

Samhällsfastigheter, som är Offentliga Hus huvudmarknad med stat, kommun och landsting som hyresgäster ger stabila hyresförhållanden och normalt längre löptider på hyreskontrakt, inte sällan fem till tio år. Detta är eftertraktat dels för att ett standardhyreskontrakt för kommersiella lokaler i Sverige löper på tre år. Vidare är offentliga hyresgäster mer säkra betalare än privata företag, då deras intäkter ytterst garanteras av skatteintäkter och statsbidrag.

Offentliga Hus verkar inom ett segment av Samhällsfastigheter utanför storstadsområdena. Det innebär att de i första hand möter konkurrenter som Stenvalvet (ett institutionsägt fastighetsbolag), Vacse (ägt av några större industriföretags pensionsstiftelser), Diös och NP3 Fastigheter (huvudsakligen i norrländska regionstäder), Hemfosa som också gärna har köpt utanför storstadsområdena (detta bolag kan komma att bli mer storstadsinriktat efter delningen med Nyfosa) samt en av Niams fastighetsfonder som riktar in sig på detta segment. På senare tid har Samhällsbyggnadsbolaget i Norden byggt upp en fastighetsportfölj på drygt 17 miljarder kronor i Sverige och ytterligare åtta miljarder kronor i Norge. De två största aktörerna i segmentet Samhällsfastigheter är annars Vasakronan och Hemsö, men dessa bolag är fokuserade på Sveriges storstadsområden och större regionstäder. Även Rikshem, ägt av AMF och Fjärde AP-Fonden, befinner sig delvis i premie-segmentet inom Samhällsfastigheter (främst geografiskt) även om deras huvudsakliga fokus är bostäder.

Dagens låga ränteläge har ökat pensionskapitalets efterfrågan på alla typer av fastigheter och inte minst de som till låg risk ger en säker löpande avkastning och därmed närmast fungerar som en obligation med möjlighet till extra avkastning. Det har samtidigt pressat ned direktavkastningskravet på Samhällsfastigheter till nivåer runt och numera inte sällan under 5 procent. I definitionen för Samhällsfastigheter har vi då lagt in alla typer av offentliga hyresgäster - inte bara vård, skola och omsorg utan även till exempel lokaler för polis och brandkår samt kommunala förvaltningar.

Noterbart är att både Hemfosa och SBB i Norden har köpt Samhällsfastigheter i Finland och Norge sedan något år tillbaka. Detta eftersom avkastningsnivån är högre där än i Sverige. Skillnaden kan förklaras med att den svenska konjunkturen har varit starkare jämfört med den finländska och norska. Det har medfört en bättre hyrestillväxt i Sverige. Men också på att det svenska pensionskapitalet investerat tungt på sin hemmamarknad, vilket sänkt avkastningskraven på svenska objekt i större omfattning än i grannländerna. Den svenska marknaden är tydligt uppdelad i kommuner med goda respektive mindre goda ekonomiska och befolkningsmässiga tillväxtutsikter. De kapitalstarkaste pensionsägda fastighetsbolagen föredrar och dominerar vad gäller investeringar på tillväxtkommunernas fastighetsmarknader.

Skillnaden mellan kommuner med olika tillväxtförutsättningar syns mest i fastigheternas restvärde (antaget eller faktiska driftnetton efter år tio i marknadsvärdeskalkylen). På en Samhällsfastighet höjer det avkastningskravet utanför storstadsområdena. Behovet från kommunernas sida är samtidigt oftast minst lika stort i mindre landsortskommuner och landsting som brottas med stigande pensionskostnader, vilket öppnar upp för affärsmöjligheter även där.

Investment case

Fastators börsvärde uppgår efter en 12 procentig kursuppgång sedan vårt senaste uppdateringstillfälle till 594 miljoner kronor. Det innebär att aktien handlas med 28 procents rabatt jämfört med bolagets substansvärde om 823 miljoner kronor per 30 september 2018.

I genomsnitt handlas börsnoterade fastighetsaktier på Stockholmsbörsen just nu utan någon vare sig premie eller rabatt på underliggande fastighetsvärden. Variationen inom gruppen är stor, från 23 procent premie i Sagax till 12 procent rabatt i Hufvudstaden. Ett större Offentliga Hus skulle kunna handlas till en fastighetsportföljpremie, vilket då slår igenom på Fastators aktie med 50 procent av en sådan värdeökning. Efter uppdelningen av Hemfosa på två bolag blir det kvarvarande Hemfosa ett med Offentliga Hus mer jämförbart bolag. Det visar på en bedömning om att börsen kommer att uppskatta den här typen av bolag med Offentliga fastigheter allt mer. En faktor som talar för det är att den starka konjunkturen i Sverige är på väg att mattas av. En sådan utveckling skulle sannolikt premiera säkra och stabila kassaflöden.

Fastator redovisningsmetod utgörs av resultatandelar i intressebolag (i huvudsak Offentliga Hus). De senaste åren har en stor del av de noterade fastighetsbolagens resultat utgjorts av värdeökningar på fastighetsbestånden och tendensen är likartad för Offentliga Hus del. Här i ligger en utmaning för Fastators del när bolaget blivit delägare i ett antal fastighets- och utvecklingsprojekt samt även rörelsedrivande bolag. Erfarenheten från tidigare bolag (om än helägda) är att ett antal lyckade försäljningsresultat kan vara avgörande för om aktien ifråga kommer att värderas med en premie eller rabatt.

Även konsten att köpa fastigheter med arbitrage, det vill säga att köpa fastigheter som avkastar mer än bolagets egen låneränta brukar belönas. Möjligheterna till arbitrage är som störst inom exempelvis handels- och industrianläggningar. Samhällsfastigheter i mindre kommuner och av litet mer udda typ (som till exempel de vägstationer som Offentliga Hus köpte i december 2017) är andra exempel.

Vi bedömer att en substansrabatt på omkring 15 procent kan vara motiverad i Fastator-aktien. Dels för att bolaget är ett investmentbolag och där beviskravet att kunna skapa överavkastning är högt. En annan faktor är att varje investmentbolag har en speciell sammansättning på sin portfölj, som riskerar att ge en rabatt. Positivt är att Fastator den 27 augusti meddelade att de har inlett en process för notering av aktien på någon av Stockholmsbörsens huvudlistor 2019.

Givet det nya högre substansvärdet i Fastator-aktien om cirka 59 kronor höjer vi vår riktkurs i bas-scenariot från 43 till 50 kronor. Vi sätter 38 kronor motsvarande 35 procent substansrabatt som vårt Bear-scenario och 59 kronor per aktie utan någon antagen substansrabatt som vårt Bull-scenario.

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.

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