



UPPDRAGSANALYS
4 december 2018

NET GAMING EUROPE

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Växer i det viktiga USA.....	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Prognoser och värdering	4
Intäkter – stark organisk tillväxt pådriven av USA	4
Lönsamhet – kvar på branschledande nivåer	5
Värdering	7
Multipelvärdering	7
DCF-värdering.....	9
Risker	9
Disclaimer.....	11

Växer i det viktiga USA

Net Gaming fortsätter att visa bra tillväxt till branschledande marginaler. Intäkterna från USA växer och vi tror att denna marknad kommer vara tillväxtdrivanden även under de kommande kvartalen.



Under tredje kvartalet 2018 redovisade affiliate-bolaget Net Gaming Europe en tillväxt om 33 procent. Den organiska tillväxten blev 21 procent. Bolaget fortsätter att leverera stabil tillväxt väl över den underliggande

marknaden. Det också till goda marginaler – det redovisade ett EBITDA-resultat som var 32,3 miljoner kronor motsvarande en marginal om cirka 63 procent. Det är en siffra som rimligtvis får många branschkollegor att avundas. Intäkterna liksom EBITDA-resultat var i linje med våra prognoser.

Den höga organiska tillväxten sticker ut, relativt årets första två första kvartal. Det indikerar att satsningar i USA börjar ta fart på riktigt. Vi uppskattar intäktbidraget under tredje kvartalet 2018 till mellan 5 och 10 miljoner kronor. Vi tror också att det är USA som kommer att driva tillväxten under de kommande kvartalen.

Bolaget andra nysatsning, betting-vertikalen, har hittills byggts upp med interna medel. Detta tar tid och vi tror att bettingvertikalens bidrag till intäkter blir mer betydande först en bit in på 2019. Denna satsning bör således kunna addera uthållighet till den starka tillväxten. Dock skall noteras att bolaget tidigare sagt att förvärv är tänkbart för att påskynda uppbyggnationen av en stark betting-vertikal. Dock finns det en viss risk för att marginalerna hämmas med ökad kostnad per NDC.

Jämfört med peers får bolaget inte ut den värdering som förtjänas. Det trots den stabila tillväxt liksom goda lönsamheten som bolaget visat upp under årets första tre kvartal. Möjligen har förtidslöstes av utestående konvertibler hämmat en mer rättvis värdering av aktien. Efter små justeringar i prognoserna beräknas ett motiverat värde per aktie om 13,7 (12,7) kronor för de kommande 6–12 månaderna i basscenariot.

Utfall och prognoser, Basscenario

MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Totala nettointäkter	49	170	200	242	278
EBITDA*	14	103	128	150	137
Vinst per aktie, kr**	0,0	0,3	1,2	1,4	1,3
EV/Sales	22,0x	6,4x	5,4x	4,5x	3,9x
EV/EBITDA	78,9x	10,5x	8,4x	7,2x	7,9x

*EBITDA beräknat på nettointäkter. ** Maximal utspädning. Källa: NGE och Jarl Securities

UPPDATERING NET GAMING EUROPE 4 december 2018

Datum: 4 december 2018
Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Net Gaming Europe AB
Lista: First North Premier
Vd: Marcus Teilman
Styrelseordförande: Henrik Kvick
Marknadsvärde: 779 MSEK
Senast: 10,3 SEK
Kort om NGE: Net Gaming Europe är ett affiliate-bolag inom iGaming med fokus på Europa liksom Nordamerika.

Grundanalys: Läs senast uppdaterade grundanalys [här](#).

Möjligheter och styrkor: Lejonparten av bolagets verksamhet kommer från affiliateverksamhet med fokus på iGaming (spel online). Det underliggande marknaden växer och förväntas också göra så under de kommande åren.

Med fler delstater som omreglerar marknaden för iGaming i USA är potentialen stor. Under tredje kvartalet 2018 genererades mer betydande intäkter från USA. Vi tror att denna marknad kommer vara den främsta källan till tillväxt de kommande kvartalen.

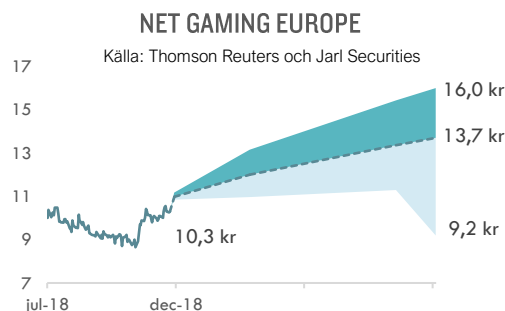
Satsningen mot betting tror vi kommer göra att bolagets tillväxt blir bättre än marknaden, även i det längre perspektivet.

Förvärvsstrategin kan addera en potential som vi inte modellerar för i våra prognoser.

Risker och svagheter: Lanseringen av de nya vertikalen kan hämma marginalerna i det korta perspektivet.

Under tredje kvartalet 2018 förtidslöstes konvertibler motsvarande cirka 3,1 miljoner aktier. Konvertiblerna har gett god avkastning till investerarna i relaterade konvertibellån. Lösenförandet kan möjligen skapa stötvisa säljtryck i aktien då investerare tilldelade aktier i inlösen möjligen inte har ett intresse av att vara aktieägare.

Värdering: Bear 9,2 kr Bas 13,7 kr Bull 16,0 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Koncernchef Marcus Teilman har varit aktiv inom bolaget sedan 2005 och tillträdde vd-posten 2012. Dessförinnan var han bolagets CFO. Marcus har således en god kännedom om både bolaget och marknaden. Det har skett nyckelrekryteringar under Q2 och Q3 av ny CFO samt ny CTO, med både börserfarenhet och branschkunskap.

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



Styrelseordförande Henrik Kvick är bolagets största ägare med en ägarandel om 62,5 procent. Det ökar hans finansiella intresse att agera i aktieägarnas intresse. Bland de tio största ägarna återfinns flera professionella investerarfonder.

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

Finansiell ställning



Bolaget har en soliditet om 30 procent och en hälsosam nettoskuld/ EBITDA (rullande tolv månader exkluderat spelskulder) om 2,3 gånger. Med våra prognoser för 2018 täcker EBITDA-resultat beräknat på nettointäkter ränteutgifter 3,9 gånger.

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



Potentialen är stor med en uppsida i aktien om cirka 30 procent i vårt basscenario. Marknaden konsoliderar och bolaget avser att växa organiskt men även genom förvärv. Förvärv kan öka på tillväxten och hittar bolaget rätt kan potentiella sådana addera ytterligare till de redan höga marginalerna. Bolaget har även en bra position i USA som vi tror kommer driva tillväxte framledes.

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



Google kan sätta käppar i hjulen genom beslut som tvingar bolaget att ändra strategi. Skulle bolagets sajter som i dag rankas högt i sökmotorns organiska flöde tappa i ranking på grund av förnyade algoritmer skulle marginalerna falla tillbaka avsevärt. Konkurrenten är hård och prissättningen relativt transparent vilket på sikt kan leda till prispress.

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.



Prognoser och värdering

Intäkter – stark organisk tillväxt pådriven av USA

Under tredje kvartalet 2018 redovisade Net Gaming totala nettointäkter om 51,5 miljoner kronor. Som bekant stöps operatörsverksamheten om till affiliate-verksamhet och Net Gaming kommer per den 1 januari 2019 vara ett renodlat affiliate-bolag. Därför var också operatörsverksamhetens bidrag till totala intäkter under det gångna kvartalet av mindre betydande 0,3 miljoner kronor. Resterande 51,2 miljoner är hänförliga till affiliate-verksamheten.

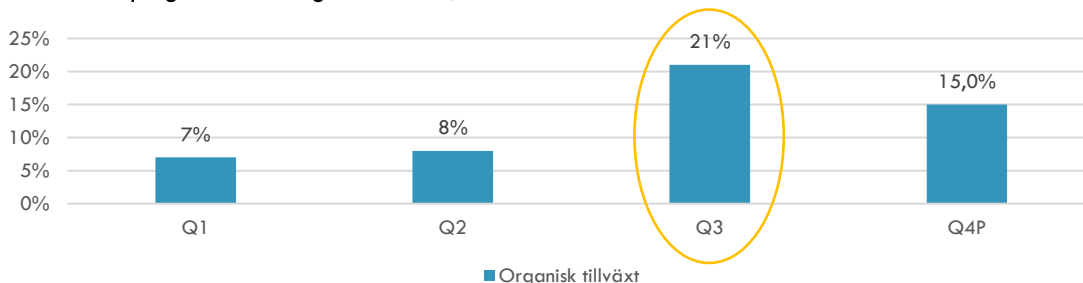
Totala nettointäkter om 51,5 miljoner kronor motsvarar en tillväxt om 33 procent på kvartalsbasis, då inkluderat intäktsbidrag från förvärv. Den organiska tillväxten var höga 21 procent. Det kan sättas i relation till årets första och andra kvartal då den organiska tillväxten uppgick till sju respektive åtta procent. Den kraftiga ökningen i den organiska tillväxten indikerar att USA-satsningen börjar ta fart på riktigt. Vi uppskattar att intäktbidraget från denna marknaden i absoluta tal var mellan 6 och 10 miljoner kronor. Med detta har vi också justerat upp tillväxtprognosen för det fjärde kvartalet 2018.

Nedan illustreras den organiska tillväxten för de senaste tre kvartalen tillsammans med vår prognos för det fjärde kvartalet.

Bolagets underliggande marknad, iGaming eller spel online, spås en genomsnittlig tillväxt per år om ~6,7% fram till 2022 enligt H2 Gambling Capital

NDC = New Depositing Customers

Historisk och prognostiserad organisk tillväxt, basscenario



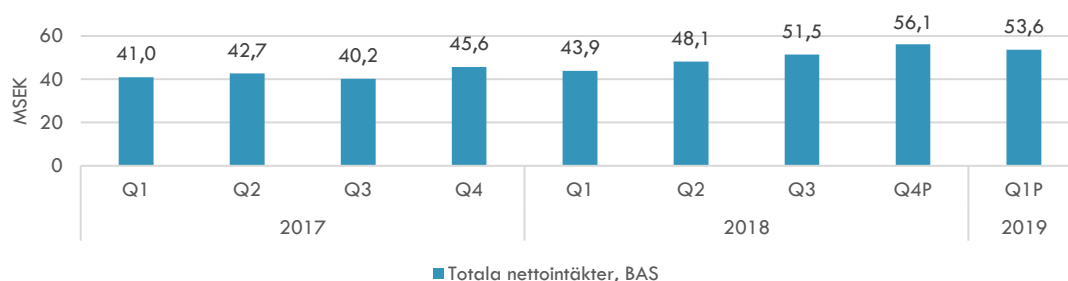
Källa: Jarl Securities

Bolagets mål för organiska omsättningstillväxt ligger på 15 – 20 procent på årsbasis. Under årets tre gångna kvartal har den organiska tillväxt varit 21 procent. För helåret 2018 modellerar vi med en organisk tillväxt om drygt 19 procent och en total tillväxt inkluderat förvärv om 24 procent.

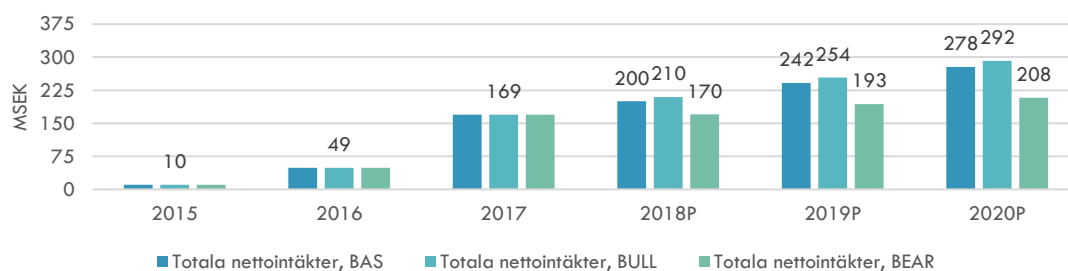
Vi ser USA-satsningen som tillväxt drivaren under de kommande kvartalen. Litet längre in på 2019 tror vi även att bolagets betting-vertikal börjar generera intäkter. Med detta sagt modellerar vi också med en organisk tillväxt om höga 22 procent under helåret 2019 i vårt basscenario. Under 2020 modellerar vi med en organisk tillväxt om 15 procent.

Den övre grafen nedan visar historiska och prognoser för nettointäkter på kvartalsbasis i vårt basscenario. Den undra grafen visar nettointäkter på årsbasis för våra tre olika scenarion.

Historiska och prognostiserade nettointäkter på årsbasis, tre scenarion



Historiska och prognostiserade nettointäkter på årsbasis, tre scenarion



Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

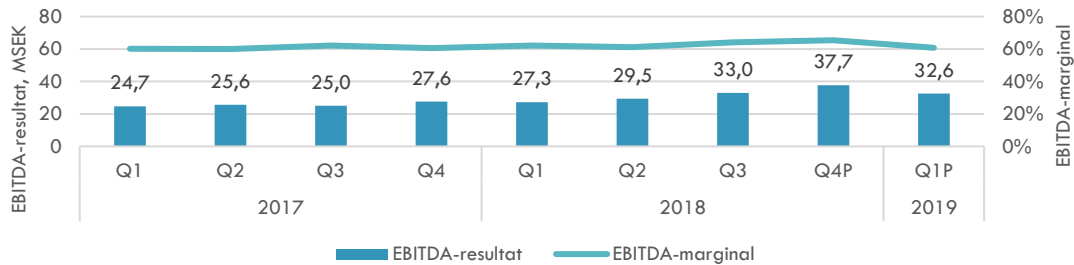
Lönsamhet – kvar på branschledande nivåer

EBITDA-resultatet beräknat på nettointäkter landade på 33 miljoner kronor under tredje kvartalet 2018. Det motsvarar en EBITDA-marginal om höga 64 procent vilket samtidigt var i linje med vår prognos. Lönsamheten ligger därmed kvar på imponerade nivåer. Branschkollegorna Catena Media och Better Collective redovisade en EBITDA-marginaler på 48 procent respektive 43 procent under samma period.

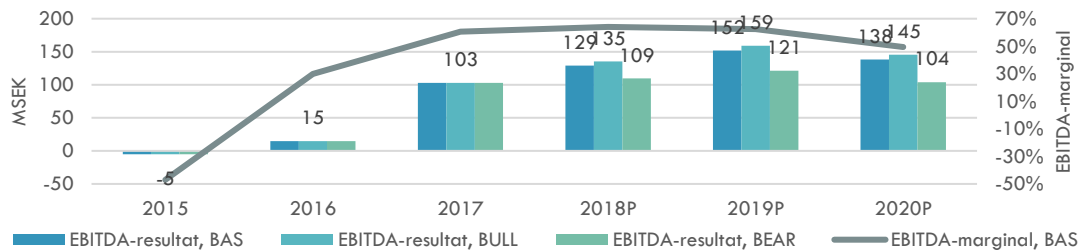
Grafen nedan visar historiska och prognostiserade EBITDA-resultat

kvartalsbasis för basscenariot liksom på årsbasis i våra tre olika scenarion. Med en stark prognostiserad under fjärde kvartalet 2018 tror vi att skalbarheten i affärsmodellen kan ge ytterligare ett litet lyft EBITDA-marginal – för fjärde kvartalet modellerar vi med en EBITDA-marginal om 65 procent.

Historiska och prognostiserade EBITDA-resultat på kvartalsbasis, basscenario



Historiska och prognostiserade EBITDA-resultat på årsbasis, tre scenarion

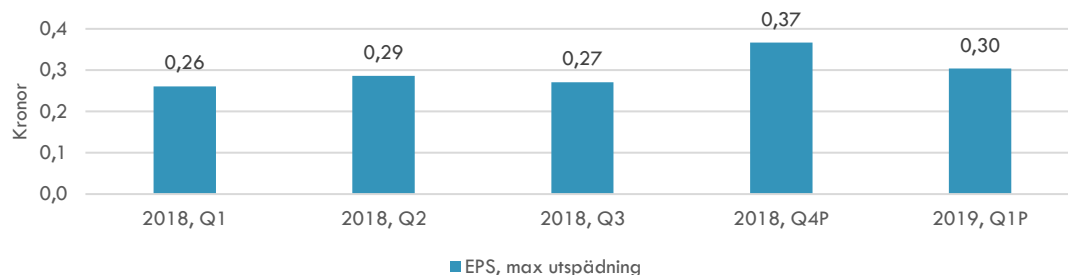


Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

Vi tror dock att bolaget kommer öka nyttjandet av Paid Media (köpta annonsutrymmen på Google, Facebook eller liknande) för att växa på nya marknader kommer att öka. Genom att köpa rätt annonsutrymmen hos rätt personer ökar också chanserna för bolaget att fortsätta leverera leads med hög kvalitet. Med hög kvalitet syftar vi på leads med hög sannolikhet för konvertering (NDC) och med hög lojalitet som dessutom spelar för stora summor pengar. Men som bekant medför nyttjande av betalt annonsutrymme lägre marginaler. Därför modellerar vi också med fallande marginaler över tid mot mer "normala" nivåer. Det allt eftersom bolagets intäktsbidrag från nya marknader växer och nya produkter lanseras.

Räntekostnader ökade också som väntat under tredje kvartalet 2018 som en effekt av inlösen av konvertiblerna. Under det fjärde kvartal bör räntekostnaderna minska och ligga strax under sju miljoner kronor. Nedan visas historisk och prognostiserad vinst per aktie beräknat på antal aktier vid maximal utspädning (drygt 77 miljoner aktier).

Årsvisa historiska och prognostiserade EBITDA-resultat, tre scenarion



Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

Värdering

För att uppskatta ett motiverat pris per aktie har vi utgått från en multipelvärdering med liknade bolag kompletterat med en DCF-värdering. Genom denna metod beräknas ett motiverat pris per aktie om 13,7 kronor i vårt basscenario.

I ett mer offensivt bull-scenario blir det motiverade priset per aktie 16,0 kronor och i ett mer konservativt bear-scenario stannar det motiverade värdet vid 9,2 kronor per aktie.

Motiverat värde per aktie, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Multipelvärdering, kronor per aktie	11,0	13,7	14,7
DCF-värdering, kronor per aktie	7,3	13,7	17,4
Motiverat pris per aktie, kronor	9,2	13,7	16,0
Upp-/nedsida relativt senast betalad (10,3 kr)	-11%	33%	56%
EV/Sales, NTM	5,2x	6,0x	6,4x
EV/EBITDA, NTM	8,5x	9,7x	10,4x

Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

Som framgår motsvarar en värdering om 13,7 kronor per aktie en EV/SALES-multipel om 6,0x och EV/EBITDA-multipel om 9,7x för våra prognoser för de kommande tolv månader (NTM).

Multipelvärdering

I vår multipelvärdering har vi tittat på jämförelsegruppen EV/Sales- och EV/EBITDA-multiplar för de kommande tolv månaderna. Dessa har sedan applicerats på våra prognostiserade siffror för motsvarande poster (nettointäkter och EBITDA-resultat) för NGE, kommande tolv månader. De inkluderade bolagen är B2B-leverantörer (exempelvis affiliate-bolag, spelutvecklare och plattform-leverantörer) inom iGaming sektorn. Inkluderade bolag är därmed

inte en exakt match och skiljer sig i både verksamhet och storlek. I jämförelsevärderingen har vi därför viktat jämförelsegruppens konstituenten och allokerat en högre vikt till de bolag som vi bedömer vara mest lik Net Gaming. Dessa är Catena Media, Better Collective och XLMedia.

I jämförelsevärderingen beräknar vi ett pris per aktie om 13,7 (13,2) kronor i basscenariot. Motsvarande siffra i bull- och bear-scenariot är 14,7 kronor per aktie respektive 11,0 kronor per aktie. Se tabell nedan.

Multipelvärdning, tre scenarion

	EV/Sales, NTM	EV/EBITDA, NTM	Vikt	Market Cap, MSEK	Viktad EV/Sales	Viktad EV/EBITDA
Catena Media PLC	6,1x	12,2x	35,0%	6 246	2,1x	4,3x
Better Collective A/S	4,4x	10,6x	35,0%	2 691	1,5x	3,7x
XLMedia PLC	1,6x	4,6x	15,0%	2 417	0,2x	0,7x
Kambi Group PLC	6,8x	23,2x	2,5%	6 893	0,2x	0,6x
Playtech PLC	1,1x	4,7x	2,5%	16 627	0,0x	0,1x
Gaming Innovation Group Inc	1,6x	7,7x	2,5%	2 200	0,0x	0,2x
NetEnt AB (publ)	17,1x	35,8x	2,5%	8 220	0,4x	0,9x
Evolution Gaming Group AB (publ)	6,2x	14,2x	2,5%	20 377	0,2x	0,4x
Kambi Group PLC	6,8x	23,2x	2,5%	6 893	0,2x	0,6x
Viktat genomsnitt	4,9x	11,4x			4,9x	11,4x

	BEAR	BAS	BULL
Nettointäkter, NTM	196	231	242
EBITDA, NTM	121	142	150
EV/Sales: Implicit EV, NGE (NTM)	961	1 130	1 186
EV/EBITDA: Implicit EV, NGE (NTM)	1 380	1 625	1 706
Implicit EV (genomsnitt), NGE	1 170	1 377	1 446
Nettoskuld dec-2018, MSEK	-319	-318	-317
Aktievärde NG 2018P	851	1 059	1 129
Antal aktier	77,1	77,1	77,1
Värde per aktie	11,0	13,7	14,7
Upp-/nedsida relativt senast betalad (10,3 kr)	7%	33%	42%

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

Nettoskulden beräknas till -minus 318 miljoner kronor per den 31 december 2018. NGE:s kassa, som per den 30 september 2018 uppgick till 91,1 miljoner kronor, är uppjusterad med antaget kassaflöde för det fjärde kvartalet 2018. Denna är sedan reducerad med ett belopp motsvarande kvarvarande del av earn out-komponenter för förvärvade bolag (cirka 37 miljoner kronor).

Antalet utestående aktier i NGE är cirka 77,1 miljoner stycken vid maximal utspädning.

DCF-värdering

Som komplement till vår multipelvärdering har vi även gjort en DCF-värdering. I basscenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxt om 20,1 procent för perioden 2018 till 2020. Med vår DCF-modell beräknar vi ett värde per aktie om 13,7 (13,7) kronor.

Diskonteringsräntan är beräknad till 7,9 procent. Den riskfria räntan är antagen till 0,7 procent. I linje med PWCs "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" från mars 2018 är marknadspremien satt till 6,4 procent. Som småbolagspremien använder vi 2,1 procent (interpolerat). Den genomsnittliga räntan efter skatteeffekter är uppskattad till cirka 4,7 procent. Beta är antagen till 1,1x.

DCF-värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Wacc	7,9%	7,9%	7,9%
Långsiktig tillväxt	2,0%	2,0%	2,0%
CAGR, 2018 - 2020	7,1%	17,9%	20%
Långsiktiga EBITDA-marginaler	45,0%	50,0%	55%
Rörelsevärde (EV), MSEK	880	1 376	1 660
Andel restvärde av EV	82,8%	85,4%	87,3%
Justerad kassa	55,5	57,0	57,5
Skuld	-375	-375	-375
Aktievärde, MSEK	562	1 059	1 344
Antal aktier, miljoner	77,1	77,1	77,1
Pris per aktie	7,3	13,7	17,4
Upp-/nedsida relativt senast betalad (10,3 kr)	-29%	33%	69%
EV/Sales, 2018P	4,5x	6,0x	6,9x
EV/EBITDA, 2018P	7,3x	9,7x	11,1x

Källa: Jarl Securities

Risker

Det finns ett antal faktorer som kan utgöra eller utgör risker för Net Gamings verksamhet som står utom bolagets kontroll. Nedan nämns några.

Som tidigare nämnts är villkoren under respektive intäktsmodell för affiliate-verksamheten kundspecifika, och varierar således från avtal till avtal. Då affiliate-marknadsföring är en vanligt förekommande marknadsföringskanal inom flertalet branscher med många aktörer borde prissättningen vara någorlunda transparent och på sikt sjunka från dagens höga nivåer. Vidare omförhandlas avtalen löpande och marginaler kan således skifta relativt snabbt – då bolaget främsta intäktskälla är CPA.

Google och andra sökmotorer har en stor makt. Exempelvis kan affiliate-sajter tvingas ner i sökordningen. I ett sådant fall kan affiliate-bolag snabbt justera upp annonseringsbudgeten och öka den betalda trafiken till sidan. Dock skulle bolagets marginaler rimligtvis minska i ett sådant scenario. Ett ökat fokus på Paid Media fungerar som en hedge mot en sådan händelse.

Reglering av marknader eller förändringar (eller skapande) i regelverk för operatörsverksamhet och/eller affiliate-verksamhet kan både hämma och skapa tillväxtmöjligheter. Storbritannien har legat i framkant och som tidigare nämnts är denna marknad i dag en av de största. Exempelvis kan en reglering ge nya kunder samtidigt som konkurrensen från andra marknadsföringskanaler ökar. Skatt är ytterligare en viktig del. Skattemodeller för speloperatörer i olika jurisdiktioner liksom skattesatser varierar. På kontrollerade marknader finns ett antal olika skattemodeller – som procentuell andel av bruttopelsintäkten (GGR), insatt belopp eller baserat på omsättning. Vidare kan licensavgift också ses som en form av skatt och kombinationer förekommer givetvis. Förändringar i skatter kan således förändra speloperatörernas marknadsföringsbudgetar. En separat skatt för affiliate-verksamheter med fokus på iGaming finns till vår vetskap inte i dag men kan heller inte uteslutas framöver.

Marknaden konsoliderar och det är viktigt att NGE kan växa sig starka. Det finns en risk för att fler operatörer följer Sky och gör sig av med mindre affiliate-aktörer som operatören i fråga inte anser sig kunna "kontrollera".

Vidare finns det en risk för att marknaden på sikt söker sig allt mer till Paid Media (där exempelvis XLMedia är starka). Det då denna typ av affiliateverksamhet tenderar att ha en högre konverteringsgrad. Det skulle rimligtvis orsaka både fallande intäkter och pressade marginaler för NGE med den position bolaget har i dag.

Bolaget har ett antal mycket lönsamma varumärken/sidor. Om dessa av någon anledning tappar organisk eller direkt trafik kan lönsamheten för dessa sajter också snabbt sjunka. Det skulle i sin tur sänka koncernens marginaler.

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.

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