

2024-05-08

Adtraction redovisade minskad nettoomsättning och ökad EBITA i det första kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 289,8 MSEK (291,9). Vidare uppgick EBITA till 10,6 MSEK (9,7), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,7 procent (3,3). Periodens kassaflöde uppgick till -0,2 MSEK (-12,6) och kassan ökade till 117,2 MSEK vid utgången av kvartalet.

### Svag marknad över flera geografier

Adtraction minskade omsättningen med 0,7 procent i det första kvartalet. Bruttoresultatet ökade däremot med 9,4 procent, vilket i sin tur medförde att EBITA ökade med 9,3 procent. Den underliggande tillväxten och lönsamheten var dock svagare med tanke på att Adservice konsoliderades från och med 1 feb 2023. Utvecklingen i kvartalet förklarades i huvudsak av en svag marknad över flera geografier inom finansvertikalen och i enskilda marknader för e-handelsvertikalen.

### Gemensam plattform ökar konkurrensfördelarna

I kvartalet beslutades att samtliga annonsörer och partners från Adservice ska övergå till att använda Adtractions plattform. Migrationen beräknas slutföras under Q2'24, vilket ska leda till bättre affärer och betydande fördelar vad gäller teknik och utveckling. Vår bedömning är att övergången kommer bidra till att öka plattformens nätverkseffekter och konkurrenskraftighet. Därtill räknar vi med ökade provisionsnivåer inom finansvertikalen, vilket kommer bidra till att öka den sammanslagna bruttomarginalen ytterligare.

### Outlook

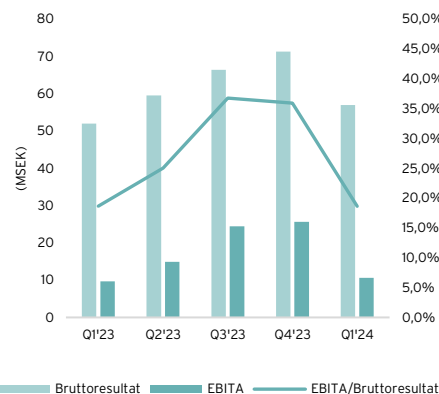
Adtractions rapport för det första kvartalet kom in lägre än våra förväntningar. Vi är fortsatt positiva till bolaget, men förväntar oss ytterligare ett ljummet kvartal bruttoresultatmässigt innan bolaget återgår till tillväxt. Vår bedömning är att Adtraction når god lönsamhet, men att 2024 blir ett mellanår där tillväxten i EBITA avtar tillfälligt för att sedan accelerera under 2025. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 73,8 procent för 2025E och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat ser vi en uppsida om 21,7 procent.

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>698,3</b>	<b>925,7</b>	<b>1344,3</b>	<b>1338,0</b>	<b>1457,3</b>
Tillväxt y-o-y	n/a	32,6%	45,2%	-0,5%	8,9%
Övriga intäkter	1,5	2,7	5,7	5,5	6,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>699,7</b>	<b>928,4</b>	<b>1350,1</b>	<b>1343,5</b>	<b>1463,3</b>
EV/S	1,0	0,7	0,5	0,4	0,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>125,0</b>	<b>165,7</b>	<b>249,2</b>	<b>260,5</b>	<b>289,1</b>
Bruttomarginal	17,9%	17,9%	18,5%	19,5%	19,8%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>106,0</b>	<b>149,9</b>	<b>253,3</b>	<b>268,7</b>	<b>291,1</b>
Tillväxt y-o-y	n/a	41,4%	68,9%	6,1%	8,4%
<b>EBITA</b>	<b>34,7</b>	<b>40,2</b>	<b>74,6</b>	<b>71,7</b>	<b>80,0</b>
EBITA-marginal	5,0%	4,3%	5,5%	5,4%	5,5%
Tillväxt y-o-y	n/a	15,9%	85,6%	-3,8%	14,0%
EV/EBITA	19,2	16,5	8,9	8,0	7,2

### Fakta

VD	Simon Gustafson
Lista	First North
Ticker	ADTR
Aktiekurs (SEK)	41,6
Antal aktier (M)	16,6
Börsvärde (MSEK)	690,9
Nettokassa (MSEK)	117,2
EV (MSEK)	573,7
Insiderägande	33,1%
Nästa rapport	2024-07-26

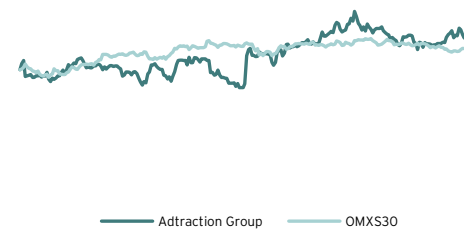
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Pontus Fredriksson  
[pontus@kalqyl.se](mailto:pontus@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adtraction	-5,7	-15,1	5,9

## Key Insights



### Marknadsledare i Norden

Adtraction är marknadsledare i Norden och efter förvärvet av Adservice stärktes marknadspositionen ytterligare. Vår bedömning är att förvärvet av Adservice bidrar till att öka plattformens nätverkseffekter och konkurrenskraftighet då den gemensamma plattformen växer sig betydligt större.



### Skalbar affärsmodell

Adtractions skalbara affärsmodell leder till att bolaget kan öka intäkterna i högre takt än rörelsekostnaderna. Vidare betalar bolagets kunder endast för faktiska resultat, vilket bidrar till stabila kassaflöden även i osäkra tider.



### Låg värdering

Adtraction är enligt vår bedömning lågt värderat. Baserat på våra estimat för 2025E värderas bolaget till 7,2x EV/EBITA, vilket vi anser är för billigt givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna samt det starka kassaflödet.

*"Det är viktigt att lyfta fram att Adtraction levererat vinst och kassaflöden även i svag marknad."*

- VD Simon Gustafson

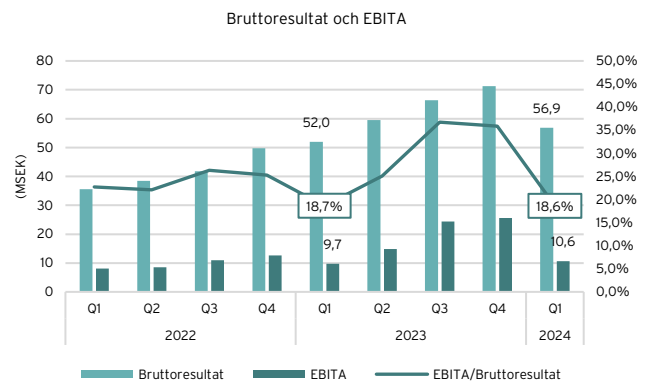
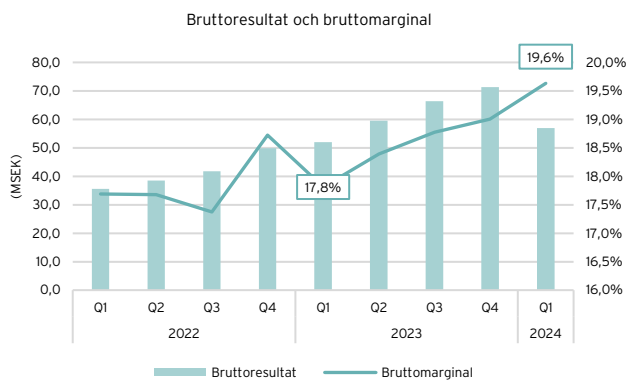
## Investeringscase

- Skalbar affärsmodell med nätverkseffekter
- Lång historik av lönsam tillväxt
- Låg värdering
- Marginalexpansion
- Starka kassaflöden, hög kassakonverteringsgrad
- Kassauppbyggnad möjliggör framtida förvärv
- Stark finansiell ställning
- "Cost per Action" relativt konjunkturokänsligt
- Stark underliggande marknadstillväxt driven av flera megatrender
- Högt insynsägande och grundarlett

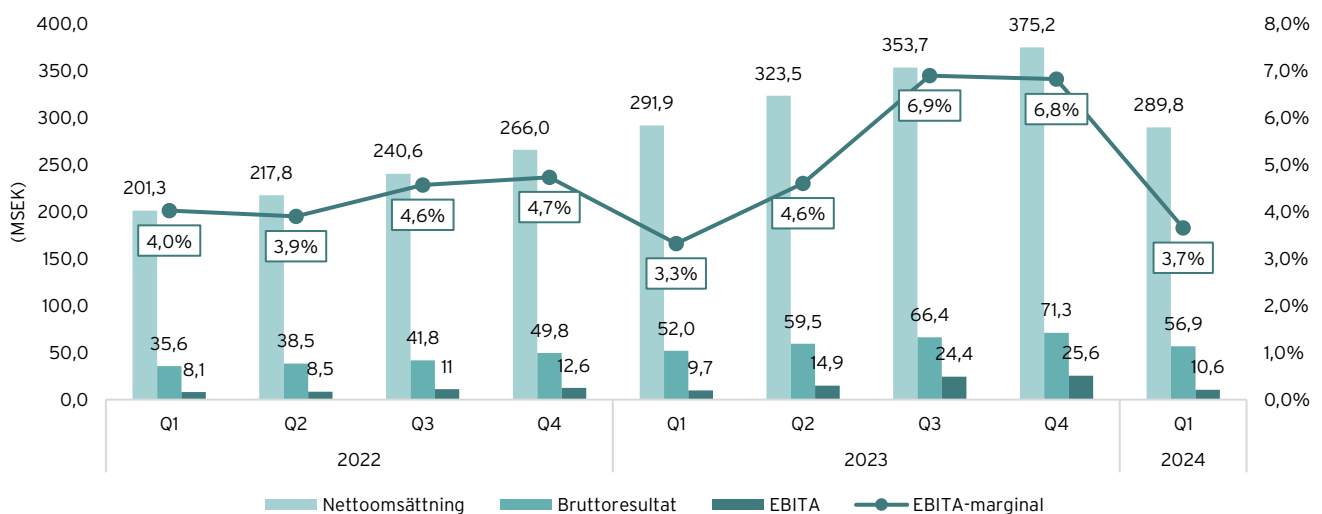
## Svag marknad över flera geografier

Adtractions rapport för det första kvartalet kom in lägre än våra förväntningar. Nettoomsättningen uppgick till 289,8 MSEK (291,9), vilket motsvarade en minskning om 0,7 procent. Proforma (konsolidering av Adservice från och med 1 januari 2023 i stället för 1 februari 2023) minskade omsättningen med 12,3 procent, vilket visade att den underliggande tillväxten var lägre. Detta förklarades i huvudsak av en svag marknad inom finansvertikalen över flera geografiska marknader och i enskilda marknader för e-handelsvertikalen.

Bruttoresultatet ökade däremot med 9,4 procent till 56,9 MSEK (52,0), vilket berodde på en högre bruttomarginal. Bruttomarginalen uppgick till 19,6 procent (17,8). Proforma minskade bruttoresultatet med 1,5 procent, vilket var hänförligt till den lägre försäljningen.



Vidare uppgick EBITA till 10,6 MSEK (9,7), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,7 procent (3,3). EBITA ökade med 9,3 procent, vilket var hänförligt till det högre bruttoresultatet och en fortsatt god kostnadskontroll. Proforma minskade EBITA med 11,7 procent och avvikelsen förklarades även här av den lägre försäljningen. Ljusglimtar i rapporten var den rekordhöga bruttomarginalen samt att Adtraction bibehöll den goda kostnadskontrollen, vilka är viktiga förutsättningar för att införliva EBITA-marginalmålet om 7,0 procent på några års sikt.

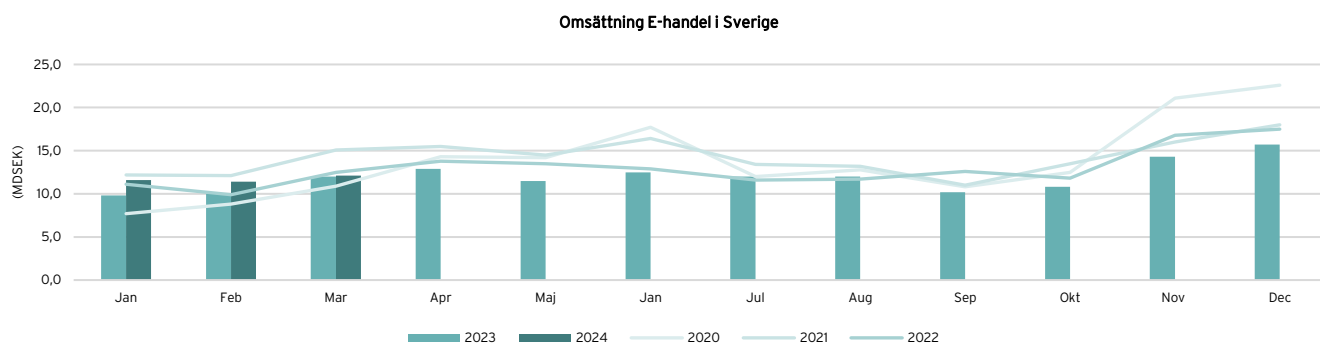


## Försäljning

Nettoomsättningen uppgick till 289,8 MSEK (291,9), vilket motsvarade en minskning om 0,7 procent. Som ovan nämnt förklarades den lägre försäljningen i kvartalet främst av en svag marknad inom finansvertikalen över flera geografiska marknader. Försäljningen inom e-handelsvertikalen ökade på de flesta marknader, men tillväxten påverkades i högre grad av en negativ utveckling på enskilda nyckelmarknader. Enligt bolaget har e-handelsvertikalen under april månad utvecklats i linje med det första kvartalet samtidigt som konsumentkreditmarknaden är fortsatt svag. Vi räknar därför med ytterligare ett ljummet kvartal försäljningsmässigt innan vi bedömer att bolaget återgår till tillväxt (exklusive Klara Lån som avyttrades i slutet av kvartalet<sup>1</sup>) under H2'24 i takt med att marknadsförutsättningarna förbättras inom båda vertikaler. Bolagets förväntan är fortsatt att bruttoresultatet kommer öka organiskt inom e-handel under 2024, vilket sänder positiva signaler.

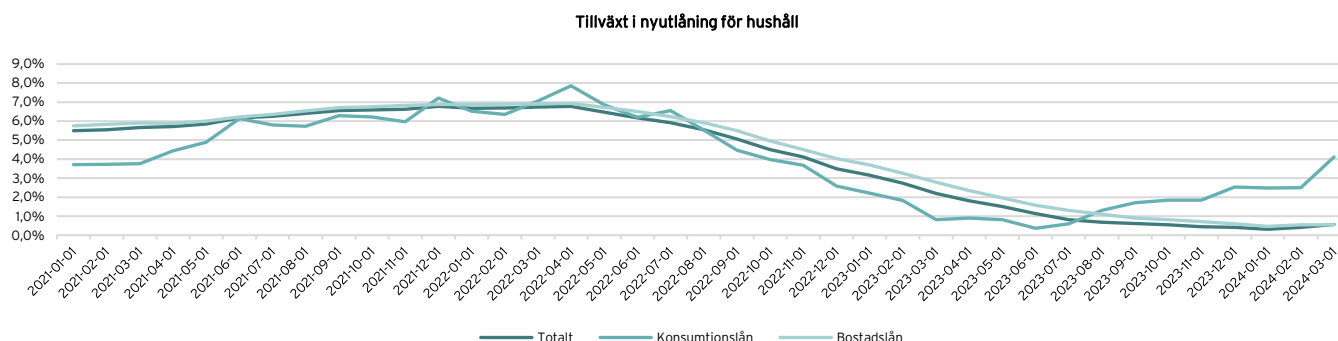
## E-handel

Svensk handel publicerar månatligen en rapport där omsättningen för svensk e-handel mäts per månad. Omsättningen ökade totalt med 10,4 procent i det första kvartalet, vilket var ett trendbrott<sup>2</sup>. Vidare ökade nästintill samtliga varukategorier i omsättning. Det finns således tecken på en bättre utveckling i närtid på den för Adtraction viktiga e-handelsmarknaden i Sverige, vilket sammantaget talar för att e-handelsvertikalen som helhet bör kunna återgå till organisk tillväxt inom snar framtid.



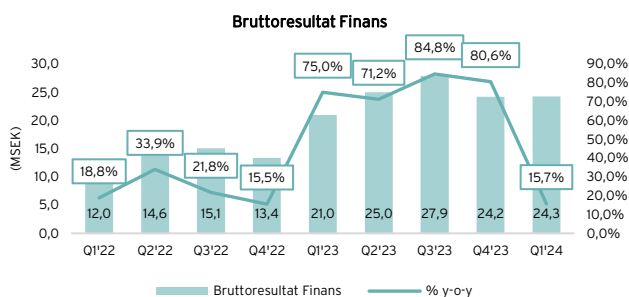
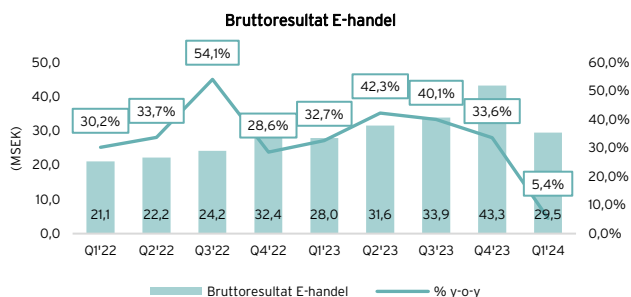
## Finans

Marknaden för nyutlåning till hushåll i Sverige och flera andra geografiska marknader i Europa fortsatte att vara mycket svag under det första kvartalet<sup>3</sup>. Den svaga tillväxten i nyutlåningen förklaras främst av det högre ränteläget, vilket medför att hushåll inte kan eller är mindre benägna att öka skulderna i form av bostadslån och konsumtionskrediter. Vi räknar med en fortsatt utmanande marknad inom finansvertikalen i närtid och bedömer att en succesiv vändning kommer ske när räntenivån stabiliseras alternativt reduceras.

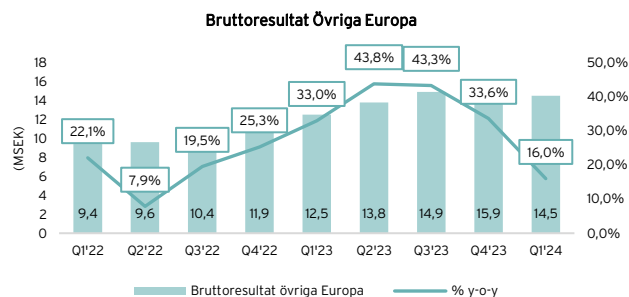
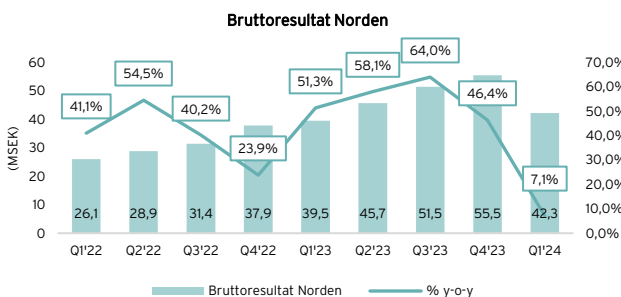


## Bruttoresultat

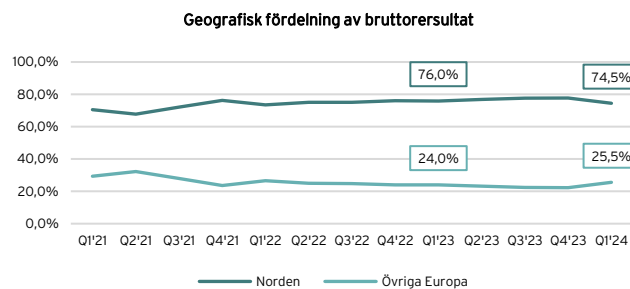
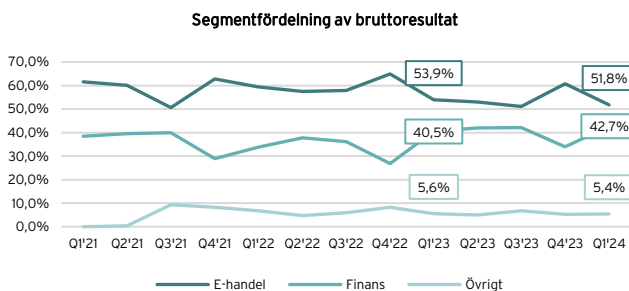
Bruttoresultatet ökade med 9,4 procent till 56,9 MSEK (52,0), vilket motsvarade en bruttomarginal om 19,6 procent (17,8). Bruttoresultatet inom e-handel ökade med 5,4 procent till 29,5 MSEK (28,0). Vidare ökade bruttoresultatet inom finans med 15,7 procent till 24,3 MSEK (21,0). Bruttoresultat från övriga verksamheter uppgick till 3,1 MSEK (2,9). Vi ser därför att avyttringen av Klara Lån kommer ha en mycket begränsad påverkan på Adtractions framtida bruttoresultat<sup>3</sup>.



Bruttoresultatet ökade i Norge, Tyskland, Schweiz, Nederländerna, Frankrike, Italien och Storbritannien. I Sverige, Danmark, Finland, Polen och Spanien minskade bruttoresultatet. Sammantaget ökade bruttoresultatet i Norden med 7,1 procent till 42,3 MSEK (39,5) och bruttoresultatet i övriga Europa med 16,0 procent till 14,5 MSEK (12,5).

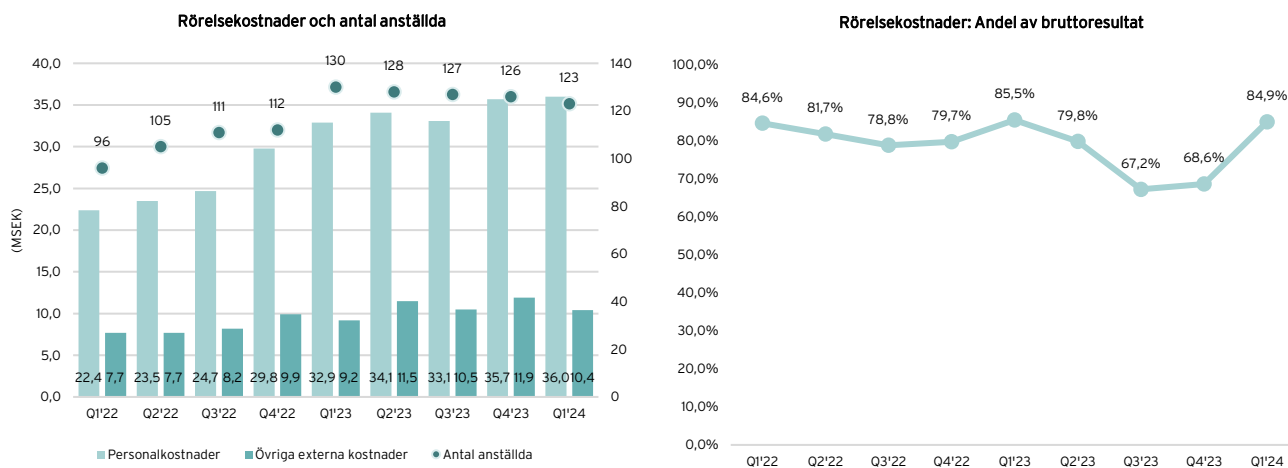


E-handel minskade till att utgöra cirka 51,8 procent av bruttoresultatet. Det som stack ut i rapporten var att den sammanslagna bruttomarginalen ökade y-o-y och mot föregående kvartal, trots att e-handel utgjorde en betydligt lägre andel av det totala bruttoresultatet. Detta indikerar för oss att bolaget lyckats öka provisionsnivåerna inom finansvertikalen. Vår bedömning är att det borde finnas möjligheter att öka provisionsnivåerna ytterligare när migrationen till Adtractions plattform är helt slutförd i Q2'24, vilket kommer få positiv inverkan på den sammanslagna bruttomarginalen.



## EBITA

EBITA uppgick till 10,6 MSEK (9,7), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,7 procent (3,3). EBITA ökade med 9,3 procent, vilket återigen var hänförligt till det högre bruttoresultatet och en god kostnadskontroll. Bruttoresultatet ökade mer än rörelsekostnaderna (rörelsekostnader exklusive avskrivningar av immateriella tillgångar), vilket återigen påvisade skalbarheten i bolagets affärsmodell. När bruttoresultatet ökar har Adtraction goda förutsättningar att förbättra EBITA-marginalen.



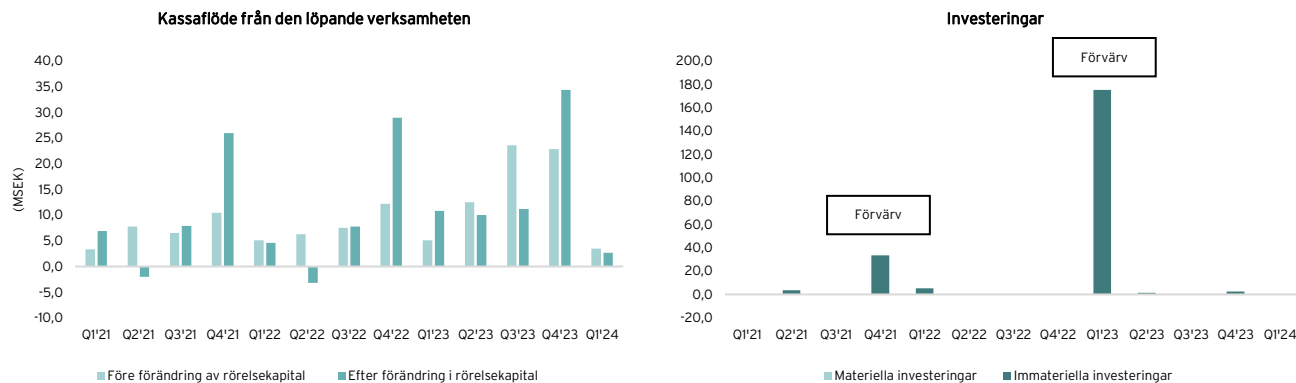
Under kvartalet minskade antalet anställda från 126 till 123 efter utgången av kvartalet. Enligt bolaget är det nöjda med storleken på organisationen i nuläget, vilket indikerar att antalet anställda kommer vara relativt intakt. Vi räknar därför med en fortsatt stabil kostnadsbas nästkommande kvartal och att vår prognos om ökad bruttomarginal (exklusive Klara Lån) kommer kompensera i hög grad för en lägre estimerad försäljning. Vår bedömning är att lönsamheten kommer bli god, men att EBITA minskar marginellt i det andra kvartalet för att sedan återigen uppvisa tillväxt under H2'24.

## Finansiell ställning

Adtraction har en lång historik av att konvertera en hög andel av EBITA till fritt kassaflöde, vilket lett till kassauppbyggnad. Det beror på att det i regel krävs låga investeringar i plattformen för att stödja framtida organisk tillväxt, vilket återigen belyser styrkan i affärsmodellen. Kassaflödena används sedan för att konsolidera marknaden genom förvärv.

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 3,5 MSEK (5,1) och 2,7 MSEK (10,8) efter förändring i rörelsekapital. Kassaflödet är normalt svagare under det första kvartalet, vilket huvudsakligen beror på betydande utbetalningar i form av partnerprovisioner. Detta är ett normalt säsongsmönster för Adtractions verksamhet. Fritt kassaflöde uppgick till 0,3 MSEK och påverkades med -2,3 MSEK kopplat till avyttringen av Klara Lån. Finansieringsverksamheten uppgick till -0,6 MSEK, vilket sammantaget medförde att periodens kassaflöde uppgick till -0,2 MSEK. Kassan ökade med 1,2 MSEK till 117,2 MSEK vid utgången av kvartalet till följd av en positiv kursdifferens i likvida medel. Vi är imponerade över Adtraction förmåga att leverera vinst och positivt fritt kassaflöde även i en utmanande marknad.

Adtraction förväntar sig fortsatt lönsamhet och positiva kassaflöden under varje enskilt kvartal under 2024. Vår förhoppning att framtida kassaflöden kommer användas för att konsolidera e-handelsmarknaden i Europa utanför Norden, där vi ser betydande möjligheter. Bolaget bedömde dock i föregående kvartal att det inte kommer genomföra några större företagsförvärv under de närmaste kvartalen och styrelsen kommer därför att föreslå en utdelning om 2,0 SEK per aktie. På nuvarande aktiekurs motsvarar detta en direktavkastning om 4,8 procent, vilket vi anser är attraktivt.



Adtraction hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 573,3 MSEK, varav 56,9 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder samtidigt som kassan ökade till 117,2 MSEK, vilket resulterade i en nettokassa om 117,2 MSEK. Vi betraktar den finansiella ställningen som mycket stark.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
41,5 % (238,2 MSEK)	0,1 % (0,8 MSEK)	56,9 % (326,3 MSEK)
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
20,4 % (117,2 MSEK)	0,0 MSEK	117,2 MSEK

## Nuläge och outlook

Adtractions rapport för det första kvartalet kom in lägre än våra förväntningar. Nettoomsättningen uppgick till 289,8 MSEK (291,9), vilket motsvarade en minskning om 0,7 procent. Proforma (konsolidering av Adservice från och med 1 januari 2023 i stället för 1 februari 2023) minskade omsättningen med 12,3 procent, vilket visade att den underliggande tillväxten var lägre. Detta förklarades i huvudsak av en svag marknad inom finansvertikalen över flera geografiska marknader och i enskilda marknader för e-handelsvertikalen. Enligt bolaget har e-handelsvertikalen under april månad utvecklats i linje med det första kvartalet samtidigt som konsumentkreditmarknaden är fortsatt svag. Vi räknar därför med ytterligare ett ljummet kvartal försäljningsmässigt innan vi bedömer att bolaget återgår till tillväxt.

Bruttoresultatet ökade däremot med 9,4 procent till 56,9 MSEK (52,0), vilket berodde på en högre bruttomarginal. Bruttomarginalen uppgick till 19,6 procent (17,8). Det som stack ut i rapporten var att den sammanslagna bruttomarginalen ökade y-o-y och mot föregående kvartal, trots att e-handel utgjorde en betydligt lägre andel av det totala bruttoresultatet. Detta indikerar för oss att bolaget lyckats öka provisionsnivåerna inom finansvertikalen. Vår bedömning är att det borde finnas möjligheter att öka provisionsnivåerna ytterligare när migrationen till Adtractions plattform är helt slutförd i Q2'24, vilket kommer få positiv inverkan på den sammanslagna bruttomarginalen.

EBITA uppgick till 10,6 MSEK (9,7), vilket motsvarade en EBITA-marginal om 3,7 procent (3,3). EBITA ökade med 9,3 procent, vilket återigen var hänförligt till det högre bruttoresultatet och en god kostnadskontroll. Vi räknar med att kostnadsbasen kommer vara intakt nästkommande kvartal och att vår prognos om ökad bruttomarginal (exklusive Klara Lån) kommer kompensera i hög grad för en lägre estimerad försäljning. Vår bedömning är att lönsamheten kommer bli god, men att EBITA minskar marginellt i det andra kvartalet för att sedan återigen uppvisa tillväxt under H2'24.

Fritt kassaflöde uppgick till 0,3 MSEK och periodens kassaflöde till -0,2 MSEK (-12,6). Kassen ökade med 1,2 MSEK till 117,2 MSEK vid utgången av kvartalet till följd av en positiv kursdifferens i likvida medel. Vi är imponerade över Adtraction förmåga att leverera vinst och positivt fritt kassaflöde även i en utmanande marknad. Adtraction förväntar sig fortsatt lönsamhet och positiva kassaflöden under varje enskilt kvartal under 2024. Vår förhoppning att framtida kassaflöden kommer användas för att konsolidera e-handelsmarknaden i Europa utanför Norden, där vi ser betydande möjligheter. Bolaget bedömde dock i föregående kvartal att det inte kommer genomföra några större företagsförvärv under de närmaste kvartalen och styrelsen kommer därför att föreslå en utdelning om 2,0 SEK per aktie. På nuvarande aktiekurs motsvarar detta en direktavkastning om 4,8 procent, vilket vi anser är attraktivt.



## Värdering

### Key stats

Totalt antal aktier	16 607 143	Börsvärde (MSEK)	690,9
Aktiekurs (SEK)	41,6	Nettokassa (MSEK)	117,2
		EV (MSEK)	573,7

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	1342,0 MSEK	EV/S	0,4
Bruttoresultat	265,1 MSEK	EV/GP	2,3
EBITA	75,5 MSEK	EV/EBITA	7,6

### Nyckeltal R12

<b>Bruttomarginal</b>	<b>EBITA-marginal</b>	<b>Soliditet</b>	<b>Kassa</b>
19,8 %	5,6%	56,9%	20,4%
<b>OPCF-marginal</b>	<b>FCF-marginal</b>	<b>ROC</b>	<b>ROIC</b>
4,3%	4,0%	1,4%	1,5%

Källa: Börndata

## Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi att nettoomsättningen ökar under tidsperioden inom e-handelsvertikalen. Vi räknar med en utmanande marknad för finansvertikalen och att bilden kvarstår under ett par kvartal för att sedan succesivt återhämta sig. Vi utgår från att bruttomarginalen stiger och att bruttoresultatet uppvisar positiv tillväxt, vilket är hänförligt till den europeiska expansionen och att e-handel ökar i andel av den totala försäljningen samt högre provisionsnivåer inom finansvertikalen. I våra estimat har vi även tagit höjd för ökade rörelsekostnader. Vår bedömning är att Adtraction når god lönsamhet, men att 2024 blir ett mellanår där tillväxten i EBITA avtar tillfälligt för att sedan accelerera under 2025. Notera att estimaten är exklusive förvärv.

(MSEK)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>698,3</b>	<b>925,7</b>	<b>1 344,3</b>	<b>1 338,0</b>	<b>1 457,3</b>
% y-o-y	n/a	32,6%	45,2%	-0,5%	8,9%
Övriga intäkter	1,5	2,7	5,7	5,5	6,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>699,7</b>	<b>928,4</b>	<b>1350,1</b>	<b>1343,5</b>	<b>1463,3</b>
EV/S	1,0	0,7	0,5	0,5	0,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>125,0</b>	<b>165,7</b>	<b>249,2</b>	<b>260,5</b>	<b>289,1</b>
Bruttomarginal	17,9%	17,9%	18,5%	19,5%	19,8%
% y-o-y	n/a	32,6%	50,4%	4,6%	11,0%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>106,0</b>	<b>149,9</b>	<b>253,3</b>	<b>268,7</b>	<b>291,1</b>
% y-o-y	n/a	41,4%	68,9%	6,1%	8,4%
<b>EBITA</b>	<b>34,7</b>	<b>40,2</b>	<b>74,6</b>	<b>71,7</b>	<b>80,0</b>
EBITA-marginal	5,0%	4,3%	5,5%	5,4%	5,5%
% y-o-y	n/a	15,9%	85,6%	-3,8%	14,0%
EV/EBITA	19,2	16,5	8,9	8,0	7,2

Vi har valt att värdera Adtraction utifrån en multipel om 15x EBITA för helåret 2025E. Vi anser att det är en rimlig multipel givet den finansiella historiken, skalbarheten i affärsmodellen, tillväxtutsikterna samt det starka kassaflödet. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2025E. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBITA 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2025E</b>	15	80,0	1 200,7	72,3
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	15	56,0	840,5	50,6

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om Adtraction utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal.

Potentiell avkastning						
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,74	73,8%	31,8%	1,22	21,7%	10,3%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar.

Känslighetsanalys						
EBITA	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	800,5	48,2	15,9%	560,3	33,7	-18,9%
12	960,6	57,8	39,0%	672,4	40,5	-2,7%
<b>15</b>	<b>1 200,7</b>	<b>72,3</b>	<b>73,8%</b>	<b>840,5</b>	<b>50,6</b>	<b>21,7%</b>
17	1 360,8	81,9	97,0%	952,6	57,4	37,9%
20	1 600,9	96,4	131,7%	1 120,7	67,5	62,2%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om 73,8 procent för 2025E, vilket ger en CAGR om 31,8 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 30,0 procent ser vi en uppsida om 21,7 procent, vilket ger en CAGR om 10,3 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 16 607 143.

## Källor

1. <https://mf.n.se/a/adtraction/forsaljning-av-samtliga-aktier-i-klara-lan-sverige-ab-har-genomforts>
2. <https://www.svenskhandel.se/rapporter/e-handelsindikatorn-mars-2024>
3. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansmarknadsstatistik/finansmarknadsstatistik/pong/tabell-och-diagram/utlaning-till-hushall-och-icke-finansiella-foretag-arlig-tillvaxttakt/>

## Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

## Intressekonflikt

---

Analytikern Pontus Fredriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget  
Analysen är en uppdragsanalys