

# MindArk PE

## Rapportkommentar Q3'23



2023-12-07

MindArk redovisade en ökad nettoomsättning och minskad EBIT i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 22,9 MSEK (21,4), vilket motsvarade en ökning om 7,1 procent. Vidare uppgick EBIT till 1,8 MSEK (3,4), och periodens resultat i kvartalet uppgick till 2,2 MSEK (-1,6). Periodens kassaflöde uppgick till -5,7 MSEK (-3,3), vilket innebar att kassan uppgick till 18,1 MSEK vid utgången av kvartalet.

### Fortsatt försäljningstillväxt

MindArk fortsatte uppvisa försäljningstillväxt i kvartalet, och nettoomsättningen steg med 7,1 procent. Trots att drygt 2,5 procent av ökningen var hänförlig till en stark dollarkurs var resterande 4,6 procent av tillväxten organisk. Enligt VD Henrik Nel Jerkrot är merparten av tillväxten hänförlig till ökad användaraktivitet i Entropia Universe. Ökningen sker trots att kvartalsuppdateringen med nytt innehåll till användare släpptes den 19:e september i år, jämfört med den 30:e augusti föregående år. Det innebär enligt Nel Jerkrot att MindArk är väl positionerat inför årets avslutande kvartal.

### Fokus på innehåll

Under kvartalet har MindArk påbörjat sin nya strategi, med fokus på att skapa mer engagerande och aktivitetsdrivande innehåll. I slutet av september lanserades nytt innehåll som inkluderade nya uppdrag, föremål, monster, berättelser och tillägg, samt två återkommande spelevent med temat. Dessutom introducerades nya spelmekaniska funktioner för att förbättra och fördjupa spelupplevelsen för användarna.

### Övergången till Unreal Engine

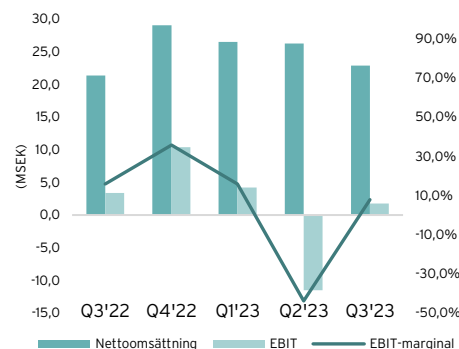
MindArk fortsätter arbetet med övergången till Unreal Engine 5 från den nuvarande spelmotorn. Under kvartalet påbörjades även arbete med att uppgradera tekniken bakom spelet, för att driva Entropia Universe bättre och säkrare.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>81,2</b>	<b>92,8</b>	<b>106,5</b>	<b>111,8</b>	<b>116,3</b>
% y-o-y	1,2%	14,3%	14,8%	5,0%	4,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,0	17,2	17,2
Övriga intäkter	9,6	5,4	5,3	5,3	5,3
<b>Summa intäkter</b>	<b>107,0</b>	<b>124,6</b>	<b>137,7</b>	<b>134,3</b>	<b>138,8</b>
P/S	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8
<b>Summa kostnader</b>	<b>-85,6</b>	<b>-103,3</b>	<b>-128,6</b>	<b>-108,3</b>	<b>-110,0</b>
% y-o-y	12,5%	20,6%	24,5%	-15,8%	1,6%
<b>EBIT</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>9,2</b>	<b>26,0</b>	<b>28,8</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>26,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>8,6%</i>	<i>23,3%</i>	<i>24,7%</i>
% y-o-y	16,8%	0,1%	-57,0%	183,6%	10,6%
<i>EV/EBIT</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>	<i>8,5</i>	<i>3,0</i>	<i>2,7</i>

### Fakta

VD	Henrik Nel Jerkrot
Lista	Spotlight
Ticker	MNDRK
Aktiekurs (SEK)	2,93
Antal aktier (M)	31,5
Börsvärde (MSEK)	96,2
Nettokassa (MSEK)	18,0
EV (MSEK)	78,2
Insiderägande	1,1%
Nästa rapport	2024-02-28

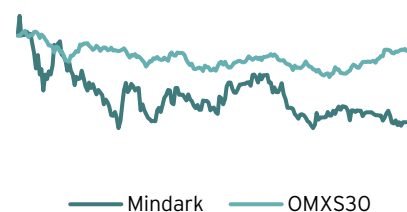
### Finansiell historik



### Analytiker

Jakob Fritz  
[jakob.fritz@kalqyl.se](mailto:jakob.fritz@kalqyl.se)

### Kursutveckling 7 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	Max
MindArk	-1,7	-1,0	-41,1

## Key Insights



### Unik produkt

Entropia Universe har en unik ekonomisk modell där spelare kan tjäna riktiga pengar i spelet. Det har bidragit till att skapa en lojal spelarbas av köpstarka spelare. Dessutom är det relativt höga inträdesbarriärer för att skapa ett MMORPG-spel, vilket gör det svårt för nya aktörer att utmana spelets ställning.



### Tillväxt drivare

Vi bedömer att organisk tillväxt och försäljningen av nya deeds kommer bidra till ökad omsättning på kort sikt, samtidigt som övergången till Unreal Engine 5 och lansering på Epic Games Store kommer vara långsiktiga tillväxt drivare. Dessutom ser vi potential i Asien, och en option i nya vertikaler.



### Lönsamhetsförbättring

Om bolaget lyckas bibehålla omsättningen kommer omorganiseringen att påverka lönsamheten positivt. Det kommer resultera i en kraftigt förbättrad lönsamhet och återinförd utdelning på sikt.

"I år var det enbart elva dagar efter uppdateringen som bidrog till omsättningen för det tredje kvartalet. Detta innebär att MindArk är i en bra position inför det avslutande kvartalet."

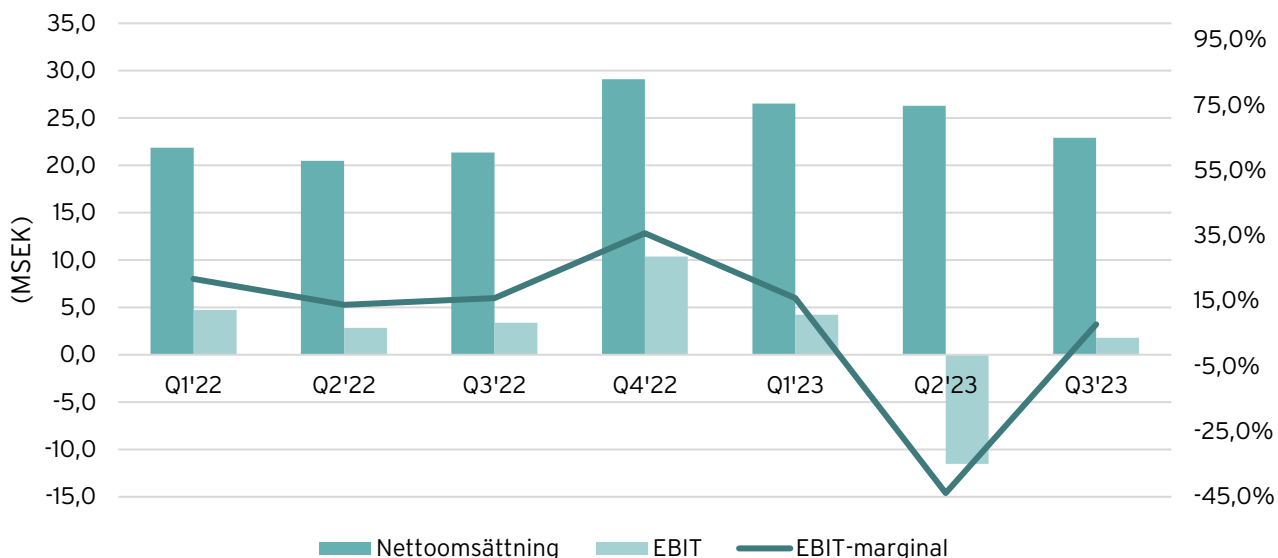
- Henrik Nel Jerkrot, VD MindArk

## Investeringscase

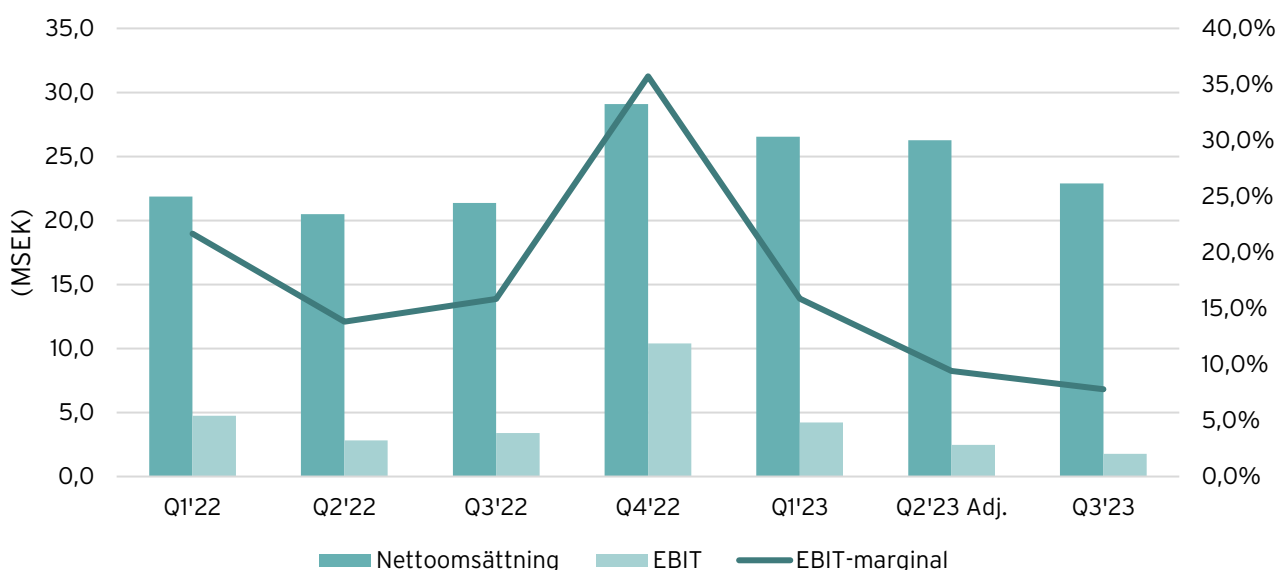
- Lång historik
- Stark balansräkning
- Lojal spelarbas
- Unik produkt och marknadsledare inom sin nisch
- Ny grafikmotor, nya vertikaler och megatrender tillväxt drivare långsiktigt
- Deed-försäljningar tillväxt drivare kortsiktigt
- Kostnadsbesparingar bör påverka lönsamheten positivt framöver
- Målsättning att återinföra utdelning
- Låg framåtblickande värdering

## Kvartalet i siffror

MindArk redovisade ökad nettoomsättning och minskad EBIT i det andra kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 22,9 MSEK (21,4), vilket motsvarade en ökning om 7,1 procent. Vidare uppgick EBIT till 1,8 MSEK (3,4), vilket motsvarade en EBIT-marginal om 7,8 %. Periodens resultat i kvartalet uppgick till 2,2 MSEK (-1,6), och periodens kassaflöde uppgick till -5,7 MSEK (-3,3), vilket innebar att kassan uppgick till 18,1 MSEK vid utgången av kvartalet.



Bolagets lönsamhet stiger kraftigt q-o-q, vilket beror på att bolaget i Q2'23 hade kostnader kopplade till omorganiseringen på 14,0 MSEK. Dessa kostnader var av engångskaraktär, och justerat för dem ser den finansiella utvecklingen ut likt nedan.



## Försäljning

Försäljningen var något högre än vi hade räknat med i kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 22,9 MSEK (21,4), vilket motsvarade en ökning om 7,1 procent. Omsättningsökningen i kvartalet var till cirka 4,6 procent organisk. Enligt VD Henrik Nel Jerkrot är merparten av tillväxten hänförlig ökad användaraktivitet i Entropia Universe. Ökningen sker trots att uppdateringen med nytt innehåll till användare släpptes den 19:e september i år, jämfört med den 30:e augusti föregående år. Vi ser försäljningstillväxten som imponerande, givet att kvartalet innehöll färre dagar med uppdaterat innehåll än tidigare, något som tenderar att locka till sig spelare. Bolaget redovisar ingen statistik över användaraktiviteten i Entropia Universe, så det är svårt att dra några större slutsatser annat än att den ökat i kvartalet.

Utveckling USD/SEK under Q3'23



En starkare dollarkurs bidrog till 2,5 procent av bolagets försäljningstillväxt. Eftersom MindArk huvudsakligen intjänar i USD och har kostnader i SEK, gynnade den fortsatta förstärkningen av USD mot SEK under kvartalet bolagets försäljning.

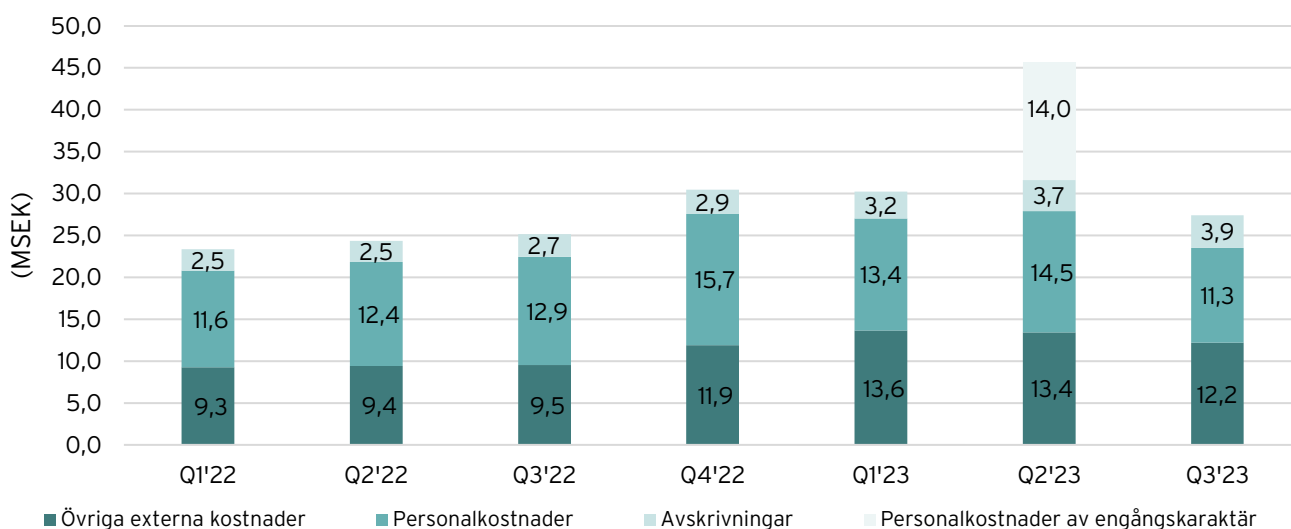
MindArk aktiverar utvecklingskostnader, vilket innebär att kostnaderna bokas som intäkter i resultaträkningen och som en immateriell tillgång på balansräkningen som sedan skrivs av löpande under projektets gång. Detta gör att intäkter och kostnader matchas i samma period, vilket ger en mer rättvisande bild av bolagets lönsamhet. Under senare år har aktiverat arbete ökat till följd av att MindArk uppgraderar spelmotorn i Entropia Universe, och aktiverat arbete i kvartalet uppgick till 6,1 MSEK (7,0), vilket alltså var något lägre än föregående kvartal.

(MSEK)	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23
Nettoomsättning	21,9	20,5	21,4	29,1	26,5	26,3	22,9
Aktiverat arbete	6,0	6,5	7,0	6,9	7,7	7,6	6,1
Avskrivningar	-2,5	-2,5	-2,7	-2,9	-3,2	-3,7	-3,9
Nettoaktiveringar	3,5	4,0	4,3	4,0	4,5	3,9	2,2
Aktiverat arbete/nettoomsättning	27,5%	32,0%	32,8%	23,7%	29,2%	28,8%	26,6%

## Lönsamhet och marginal

I kvartalet återgick MindArk till att uppvisa en positiv EBIT och vinst. EBIT uppgick till 1,8 MSEK (3,4), och det lägre rörelseresultatet jämfört med samma period föregående år beror på att rörelsekostnaderna ökade i högre takt än omsättningen. Rörelsekostnaderna för det tredje kvartalet uppgick till 27,3 MSEK, en ökning från 25,1 MSEK i Q3'22. Ökningen kan huvudsakligen tillskrivas högre kostnader för marknadsföring, konsultarvoden och lokalkostnader jämfört med samma period förra året. Dessutom har bolagets avskrivningar ökat, vilket är en följd av att de aktiverade utvecklingskostnaderna ökat. Under kvartalet såg bolaget även en ökning av juridiska kostnader kopplade till omstruktureringen. Från juli till september betalades även flera slutlöner kopplade till omstruktureringen. Trots detta har minskade de totala personalkostnaderna till 11,3 MSEK (12,9), vilket är en effekt av omstruktureringen och bolagets arbete med att reducera kostnaderna.

### Kostnader



Historiskt sett har MindArk vanligtvis haft en personalstyrka på omkring 40-45 anställda. Under de senaste åren har bolaget dock expanderat sin personal, vilket ledde till en ökning till 62 anställda vid slutet av föregående kvartal. Vid slutet av det tredje kvartalet 2023 hade antalet anställda minskat till 39, vilket innebär att MindArk nu återigen befinner sig på historiska nivåer.

För att garantera en långsiktigt hållbar kostnadsstruktur och möjliggöra återinförandet av utdelning, meddelade MindArk i slutet av maj 2023 en omstrukturering. Åtgärden har resulterat i uppsägningar av anställda och MindArks personalstyrka har minskat, vilket kommer leda till att personalkostnader kommer att sjunka kraftigt framgent. Arbetet med omorganiseringen inleddes under det andra kvartalet och den nya strukturen är nu fullt implementerad. I samband med detta togs kostnader på cirka 14,0 MSEK av engångskaraktär under Q3'23. Kostnaderna bestod huvudsakligen av löner och avgångsvederlag. Under det tredje kvartalet togs de sista av MindArks omorganisationsrelaterade kostnader. Detta innebär enligt VD Nel Jerkrot att det fjärde och avslutande kvartalet för året kommer att ge en mer rättvisande bild av MindArks verksamhet, vilket vi ser som positivt.

## Oförbrukade användarmedel

Användarna i Entropia Universe innehar den digitala valutan PED samt digitala objekt på sina konton. MindArk har förbundit sig att lösa in PED mot USD, vilket skapar en skuldförpliktelse till användarna motsvarande hela penningmängden i spelet. Under kvartalet avsattes 50,4 MSEK för detta, vilket resulterade i att de oförbrukade användarmedlen ökade till 152,6 MSEK, jämfört med 151,8 MSEK vid utgången av Q2'23.

Dessa medel redovisas delvis som en skuld i bolagets balansräkning. Historiska data visar att användarna i genomsnitt tar ut mellan 27 - 35 procent av de insatta medlen. Därför bedömer MindArk att den faktiska skulden utgör 33,0 procent av de oförbrukade användarmedlen, vilket vid slutet av Q2'23 uppgick till 50,4 MSEK, i jämförelse med 50,1 MSEK vid slutet av föregående kvartal. Om en stor andel användare skulle begära uttag av sina PED samtidigt, kan det uppstå en risk för att bolaget inte har tillräckligt med likvida medel för att genomföra utbetalningarna. Även om bolaget inte har en juridisk skyldighet att betala ut pengarna, skulle ett underlåtande att göra så sannolikt ha en mycket negativ inverkan på varumärket och användarnas lojalitet. Vi står fast vid vår tidigare slutsats från initialanalysen att risken för en sådan händelse är låg, men konsekvenserna skulle vara betydande om det inträffade.

## Finansiell ställning

Likvida medel inklusive kortfristiga placeringar uppgick vid utgången av Q3'23 till 27,7 MSEK, ner från 33,3 MSEK jämfört med Q2'23. Likvida medel uppgick till 18,1 MSEK (24,0 MSEK q-o-q), och de kortfristiga placeringarna i fonder, räntebärande papper och liknande värdepapper uppgick till 9,6 MSEK (9,4 MSEK q-o-q). MindArk saknar i dagsläget räntebärande skulder, vilket innebär att bolaget har en nettokassa på 18,1 MSEK. Kassen minskade eftersom periodens kassaflöde var negativt i kvartalet, vilket främst är hänförligt till att rörelseresultatet justerat för aktiverade kostnader var negativt. Eftersom de kortfristiga placeringarna är omsättningsbara tillgångar, går det även att argumentera för att dessa kan räknas med i bolagets kassa.

Finansiell ställning	
Likvida medel	18,1 MSEK
Kortfristiga placeringar	9,6 MSEK
<b>Likvida medel inklusive kortfristiga placeringar</b>	<b>27,7 MSEK</b>
Räntebärande skulder	0,0 MSEK
<b>Nettokassa vid utgången av Q3'23</b>	<b>18,1 MSEK</b>

Vi anser att bolagets balansräkning är stark, och MindArk har möjlighet att fortsätta sin verksamhet i perioder av negativt resultat utan att vara beroende av externt kapital. Eftersom kassen har minskat 4 kvartal i rad anser vi alltså att risken kopplad till balansräkningen har ökat något. Vår tro är dock att bolagets kassaflöde kommer börja förstärkas framåt, och att kassen därmed kommer börja öka igen. Utöver befintlig kassa har även MindArks moderbolag en checkkredit på 3 MSEK hos SEB som kan användas vid behov.

## Nuläge och outlook

MindArk befinner sig i en intensiv utvecklingsfas där betydande resurser investeras i implementeringen av Unreal Engine 5 och utvecklingen av nytt innehåll för spelets nuvarande version. Denna process är både tids- och kostnadskrävande. För att balansera dessa utmaningar införde bolaget ett kostnadseffektiviseringsprogram, vilket kommer minska både personalkostnader och andra driftskostnader framåt.

Efter omorganisationen har MindArk under det tredje kvartalet fokuserat på att anpassa organisationen till nya riktlinjer och förbereda för framtiden. VD Nel Jerkrot framhöll i Q2-rapporten att även om omställningsprocessen tar tid, är organisationen nu redo att blicka framåt. Han betonade att det tredje kvartalet är det sista där omorganisationskostnader påverkar resultatet, vilket innebär att det fjärde kvartalet kommer att ge en mer rättvisande bild av MindArks verksamhet efter årets förändringar. Vi förväntar oss en förbättring i lönsamheten framöver, eftersom bolagets kostnader förväntas minska samtidigt som omsättningen fortsätter att öka. Vi förutser även en förbättring i kassaflödet, vilket bör leda till kassauppbyggnad och potentiellt införandet av utdelningar till aktieägarna under 2024. För mer information om omorganiseringen rekommenderar vi att läsa vår förra rapportuppdatering.

På längre sikt ser vi fram emot att se effekterna av implementeringen av Unreal Engine 5 för Entropia Universe. MindArk är marknadsledande inom sin specifika nisch inom MMORPG och har en mycket lojal och köpstark spelarbas. Vi tror att implementeringen av Unreal Engine kombinerat med försäljning av nya deeds och lanseringen på Epic Games Store, tillsammans med andra åtgärder som det går att läsa mer om i initialanalysen, kommer att attrahera nya spelare samtidigt som bolaget behåller den befintliga spelarbasens förtroende.

Med omorganisationen avklarad och ett ökat fokus på innehåll och teknikuppgraderingar, bedömer vi att bolaget är väl positionerat för framtiden. Vi vill dock understryka att det finns flera risker kopplade till bolaget, och även dessa går att läsa mer om i initialanalysen.



## Värdering

### Key stats

Antal aktier	31 524 625	Börsvärde (MSEK)	96,2
Aktiekurs (SEK)	2,93	Nettokassa (MSEK)	18,0
		Enterprise value (MSEK)	72,2

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	105,0 MSEK	P/S	0,88
EBIT	4,9 MSEK	EV/EBIT	13,4
Vinst	<i>neg.</i>	P/E	<i>neg.</i>
FCF	<i>neg.</i>	P/FCF	<i>neg.</i>

Källa: Börndata

### Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	0,97	13,7	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

Källa: Börndata

### Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
83,4 %	17,7 %	4,6 %	<i>neg.</i>
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

Källa: Börndata

## Estimat

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>81,2</b>	<b>92,8</b>	<b>106,5</b>	<b>111,8</b>	<b>116,3</b>
% y-o-y	1,2%	14,3%	14,8%	5,0%	4,0%
Aktiverat arbete	16,1	26,5	26,0	17,2	17,2
Övriga intäkter	9,6	5,4	5,3	5,3	5,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>107,0</b>	<b>124,6</b>	<b>137,7</b>	<b>134,3</b>	<b>138,8</b>
<i>P/S</i>	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8
<b>Summa kostnader</b>	<b>-85,6</b>	<b>-103,3</b>	<b>-128,6</b>	<b>-108,3</b>	<b>-110,0</b>
% y-o-y	12,5%	20,6%	24,5%	-15,8%	1,6%
<b>EBIT</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>9,2</b>	<b>26,0</b>	<b>28,8</b>
<i>EBIT-marginal</i>	26,3%	23,0%	8,6%	23,3%	24,7%
% y-o-y	16,8%	0,1%	-57,0%	183,6%	10,6%
<i>EV/EBIT</i>	3,7	3,7	8,5	3,0	2,7

Eftersom nettoomsättningen i kvartalet var något högre än vad vi räknat med, samt att VD är optimistisk inför Q4, har vi valt att skruva upp våra förväntningar på omsättningen något framöver. I vårt huvudscenario räknar vi med att bolaget ökar omsättningen med 14,8 procent under 2023E. På kvartalsbasis räknar vi alltså med att personalkostnaderna kommer att fortsätta sjunka något härifrån, men eftersom personalkostnader, övriga externa kostnader och avskrivningarna var något högre än vi räknat med i kvartalet höjer vi våra förväntningar på dessa något framåt. Efter 2023E räknar vi med att kostnadsbesparingarna på allvar börjar synas i siffrorna, och vi har räknat med att personalkostnaderna minskar med drygt 35,0 procent y-o-y 2024. Vidare har vi räknat med en årlig löneökning om fyra procent för de anställda. Förutsatt att bolaget lyckas behålla omsättningen på nuvarande nivåer, eller öka den, får det en stor hävstångseffekt på lönsamheten, vilket resulterar i att bolagets EBIT-marginal stiger kraftigt från nuvarande nivåer. Sammantaget blir effekten av våra förändringar en något högre förväntad omsättning, och en något lägre förväntad EBIT än vi tidigare räknat med för 2025E.

Vi förväntar oss att det kommer att ske deed-försäljningar för fem miljoner årligen under de kommande tre åren. Detta kan vara en konservativ uppskattning med tanke på bolagets historik, men vi har valt att vara försiktiga i våra antaganden. Den första december i år påbörjade bolaget en deed-försäljning om totalt 800 000 USD.

Om det är möjligt föredrar vi att värdera bolag på vinst. I MindArks fall har vi i stället valt att värdera bolaget på EBIT, eftersom bolagets vinst påverkas av valutafluktuationer. Bolaget har majoriteten av sina intäkter i USD och kostnader i SEK, vilket gör att bolaget påverkas positivt när USD stärks mot SEK. Å andra sidan gör bolaget avsättningar för oförbrukade användarmedel, vilket har en negativ påverkan på bolagets resultat när USD stärks mot SEK (även om den inte är kassaflödespåverkande). Med dessa två variabler i åtanke anser vi att det blir tydligare och mer förutsägbart att värdera bolaget på EBIT snarare än vinst.

Vi har sedan applicerat en multipel på förväntad EBIT som vi anser är rimlig. I MindArks fall har vi valt att värdera bolaget till 10X EBIT. Vi anser att detta är rimligt med tanke på bolagets långa historik,

unika position inom sin nisch, de tillväxtpotentialer som vi ser framför oss, men även de risker vi identifierat.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2025E</b>	10	28,8	287,7	9,1
<i>Säkerhetsmarginal (45%)</i>	<i>10</i>	<i>15,8</i>	<i>158,2</i>	<i>5,0</i>

Nedan följer potentiell avkastning för 2025E om MindArk utvecklas likt våra estimat.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (45%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2025E</b>	2,99	199,2%	68,5%	1,65	64,6%	26,8%

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

	Känslighetsanalys					
	Huvudscenariot 2025E			Säkerhetsmarginal (45%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
8	230,2	7,3	139,4%	126,6	4,0	31,7%
9	258,9	8,2	169,3%	142,4	4,5	48,1%
<b>10</b>	<b>287,7</b>	<b>9,1</b>	<b>199,2%</b>	<b>158,2</b>	<b>5,0</b>	<b>64,6%</b>
11	316,5	10,0	229,1%	174,1	5,5	81,0%
12	345,2	11,0	259,1%	189,9	6,0	97,5%
13	374,0	11,9	289,0%	205,7	6,5	113,9%

Om MindArk utvecklas enligt våra estimat ser vi en uppsida på 64,6 % för 2025E efter en applicerad säkerhetsmarginal på 45 %.

## Källor

1. [MindArk: Q3'22](#)
2. [New Treasure Island i Entropia Universe blir världens största försäljning av deeds i ett metaverse - Mindark PE AB \(cision.com\)](#)

## 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

Jakob Fritz äger inte aktier i det analyserade bolaget  
Analysen är en uppdragsanalys