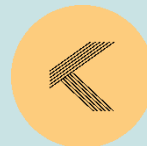
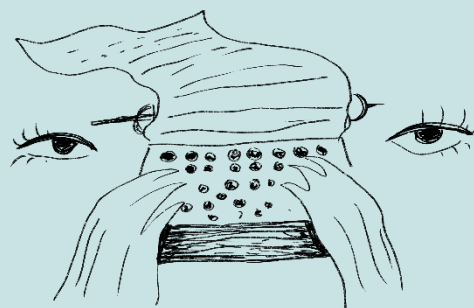


Infracom

Kommentar om förvärv



2023-02-28

Veckan efter att Infracom släppte sin Q4-rapport genomför bolaget två förvärv, som gemensamt fördubblar affärsvolymen. Bolagen som förvärvas är Connect och Datatal, där det förstnämnda är det som kommer påverka verksamheten substantiellt.

Connect omsatte preliminärt 406,0 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2021/22 med en EBITDA om 21,6 MSEK. Detta ger en EBITDA-marginal om 5,3 %. Connect omsätter alltså mer än Infracom gjorde under 2022, men dock med betydligt lägre EBITDA-marginal. Förvärvet sker till en EV/EBITDA-multipel om 5,4 baserat på förväntad köpeskilling och resultat för räkenskapsåret mellan 1 april 2023 - 30 mars 2024.

Connect är en fullserviceleverantör som riktar sig mot SME-segmentet likt Infracom. Datatal är en mindre aktör som omsatte 6,0 MSEK med en EBITDA om 0,1 MSEK under 2022 (9 mån). Bolaget är en mjukvaru- och applikationsutvecklare specialiserad på lösningar inom företagskommunikation.

Enligt VD Bo Kjellberg säkerställer Infracom i och med förvärven de resurser och kompetenser som behövs för etablering på nya marknader.

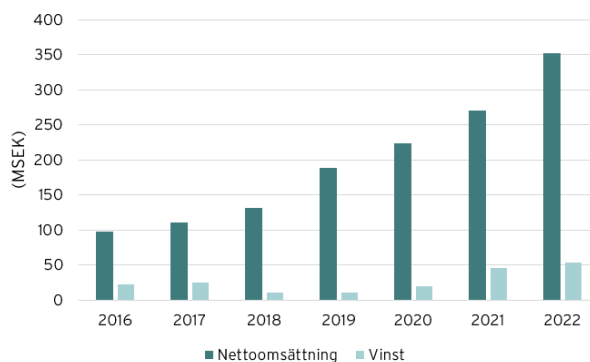
Vi är positivt inställda till att Infracom fortsätter sin förvärvsresa. Förvärvet är större än vad vi förväntat oss för 2023, även om vi tidigare såg det som en möjlighet med ett större förvärv. Vår bedömning är att Connect förefaller vara ett välskött bolag och att bolagen kan hitta synergier sinsemellan. Dock finns det alltid risker med större, transformativa förvärv.

Vi justerar våra estimat framåt och anser fortsatt att Infracom är en attraktiv investering för den långsiktiga investeraren, trots kursrusningen i samband med annonseringen av förvärven.

Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	32,4
Börsvärde (MSEK)*	1041,3
Insiderägande	63,2 %

*räknat på nya antalet aktier efter nyemission



Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Twitter: @aktiehesten



Key Insights



Konjunkturokänsligt

Vi anser att Infracoms verksamhet är konjunkturokänslig. Bolaget har inte påverkats finansiellt varken av lågkonjunktur eller omvärldskriser historiskt.



Återkommande intäkter

Infracom har en hög andel återkommande intäkter genom långa avtal, vilket leder till stabila kassaflöden.



Tillväxt

Infracom har uppvisat stabil tillväxt med en fin historik av förvärv. Kombinationen av en erfaren ledning och en stark finansiell ställning gör att vi tror att förvärvsresan kommer att fortsätta framåt.

”Vi tar nu steget till att bli en nationell fullserviceleverantör inom IT och närmar oss 1 miljard kronor i årsomsättning med god lönsamhet och sneglar mot en notering på Nasdaq Small Cap.”

- Bo Kjellberg, VD Infracom

Investeringscase

- Högt insiderägande
- Hög andel återkommande intäkter med långa avtal
- Konjunkturokänsligt
- Starka kassaflöden
- Erfaren ledning
- Fin historik av förvärv
- Stark finansiell ställning
- Förvärv och expansion öppnar för vidare tillväxt
- Låg kundspecifik risk
- "Need-to-have"-produkt

Connect

Connect är en fullserviceleverantör av IT-lösningar och riktar sig likt Infracom mot små- och medelstora kunder. Bolaget har cirka 160 medarbetare och en kundbas bestående av cirka 7000 kunder³.

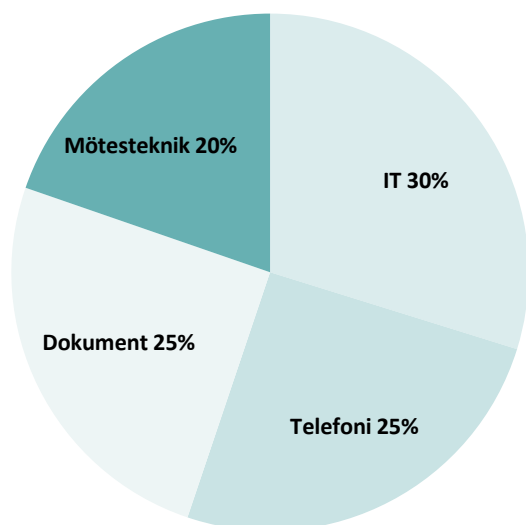
Verksamheten kan delas in i fyra affärsområden: IT, Telefoni, Dokument och Mötesteknik. Bolaget har också en webshop för försäljning av hårdvara. Enligt bolagets hemsida återfinns bolag som Stena, Tretorn, Capio och ICA i kundbasen. Vidare har bolaget kontor i 13 städer runt om i Sverige.

Under det brutna räkenskapsåret 2021/22 (12 mån) omsatte Connect preliminärt 406,0 MSEK med en EBITDA om 21,6 MSEK. Avtalsintäkterna uppgår till cirka 14 MSEK och växer.

Nettoomsättning	EBITDA-marginal	EBITDA
406 MSEK	5,32%	21,6 MSEK

Intäktsfördelning

Connects verksamhet kan som tidigare nämnt delas in i fyra affärsområden: IT, Telefoni, Dokument och Mötesteknik. De fyra affärsområdenas intäktsfördelning för det brutna räkenskapsåret 2021/22 ses nedan:



CONNECT

IT	121 MSEK
Telefoni	103 MSEK
Dokument	102 MSEK
Mötesteknik	80 MSEK
Totalt	406 MSEK

Connects verksamhet och tjänster

Dokument	
Molnuskript och molnscanning	Molnbaserade lösningar för att förenkla utskrifter och scanning. Lösningarna bidrar till ökad säkerhet och sparar tid.
Elektronisk fakturahantering	Tjänst som förenklar fakturahantering och effektiviserar handläggningen.
Molnbaserad avtalshantering	Tjänst som underlättar avtalshantering. Avtal registreras och lagras i tjänsten och påminner när det är dags att säga upp, förlänga eller omförhandla.
Unified search	Lösning som möjliggör för användaren att snabbare söka efter filer och dokument på en och samma plattform.
IT	
Backup	Erbjuder helhetslösningar för backup av data.
Drift och support	Drift och supporttjänster för klienter, servrar och nätverksutrustning.
Microsoft 365	Connect är guldpartner till Microsoft och erbjuder flera olika Microsoft 365-lösningar.
Servertjänster	Servertjänster via Connects egna datacenters. Som guldpartner till Microsoft erbjuder även Connect tjänster via Microsofts moln Azure.
Möteteknik	
Digitala möten	Lösningar kring digitala möten samt erbjuder också hårdvara.
Workplace Solutions	Lösningar till konferensrum samt hårdvara.
Digital skyltning	Lösningar och hårdvara för digital skyltning.
Mötesbokningsskärmar	Underlättar bokning av mötesrum via mjukvara och förenklar processen.
Besökshanteringsystem	System för att ha kontroll över besökare på företaget. Allt från antal besökare, historik och parkeringstillstånd.
Telefoni	
Företagstelefoni molnväxlar	Erbjuder en egen molnväxel, Connect Växel, med lösningar från ledande operatörer samt skräddarsydda telefonilösningar.
Mobil inomhustäckning	Lösningar för bättre mobiltäckning inomhus på till exempel kontor.
Mobiltelefoner och tillbehör	Hårdvaruförsäljning för mobiltelefoner och tillbehör samt även konferenstelefoni.
Operatörstjänster	Erbjudande kring att hitta rätt och mest kostnadseffektiv lösning för företag avseende mobila växlar, telefoni och abonnemang.

Enligt vår bedömning erbjuder Connect flera tjänster som direkt överlappar med Infracoms befintliga produkterbjudande, inom bland annat telefoni och IT. Vi anser vid en första översyn att förvärvet stärker och kompletterar Infracoms produkterbjudande. Detta är helt i linje med Infracoms vision att gå från en nischaktör till en helhetslösning. Vår initiala bedömning är att förvärvet kan ge goda förutsättningar för merförsäljning till Infracoms befintliga kunder och att det stärker produkterbjudandet ytterligare. Vi ser det också som mycket positivt att Connects grundare Patrick Olson blir kvar i verksamheten som marknadschef och ska tillsammans med VD Bo Kjellberg komma att driva framtida förvärvsarbete.

Köpeskilling

Tillträdet av Connect förväntas ske den 3:e april 2023 och rörelsevärdet uppgår på kassa och skuldfri basis preliminärt till 195 MSEK (inklusive uppskattat värde av tilläggsköpeskillingar). Baserat på Connects förväntade resultat för 1 april 2023 - 30 mars 2024 motsvarar köpeskillingen en EV/EBITDA multipel om 5,4. Vi anser att detta är en attraktiv multipel och inom det intervall Infracom historiskt gjort sina förvärv.

Köpeskilling	(MSEK)
Kontant	100
Nyemitterade aktier	55
Tilläggsköpeskilling 2024*	36
Tilläggsköpeskilling 2025*	44
Totalt	235
Preliminär köpeskilling (inkl. uppskattat värde av add-ons)	195

**Beloppet kan bli högre beroende på prestation*

Den slutliga köpeskillingen kan komma att bli högre om bolaget överträffar uppsatta mål, då det inte finns en övre beloppsbegränsning på tilläggsköpeskillingen. Överträffas målen är säljarna berättigade till 50 % av överstigande EBITDA-resultat efter avdrag för schabloniserad bolagsskatt.

Förvärvet finansieras till viss del av nyemitterade aktier, som kommer innebära en utspädning om cirka 5,7 %. Emissionskursen är fastställd till 30,19 SEK. Tagarna i emissionen har ingått ett 36 månader långt lock-up avtal. Utöver detta delfinansieras också förvärvet med lån inom befintlig kreditram och Infracom upptar förvärvsfinansiering om 77,5 MSEK.

Datatal



Datatal är en mjukvaru- och applikationsutvecklare specialiserad på lösningar inom företagskommunikation som under det förkortade räkenskapsåret 2022 (9 mån) omsatte 6 miljoner kronor och redovisade en EBITDA om 0,1 miljoner kronor.

Omsättning	EBITDA-marginal	EBITDA
6 MSEK	1,7%	0,1 MSEK

Datatal förvärvades 2022 av Leeward, där Patrick Olson också är VD. Samlingsnamnet för bolagets produkt är Flexi och i Flexi-serien erbjuds flexibla och behovsanpassade kommunikationslösningar. I produktportföljen finns FlexiTid, Flexi Presentity, Flexi CC och Microsoft Teams med Flexi.

Flexi Tid	Flexi Tid är en mobil- och webbaserad applikation riktad mot vården. Tjänsten erbjuder tidsbokning via talsvar och webb samt rådgivning via telefon eller video. Den innehåller också verktyg för bemanningsschema och går att integrera med journalsystem.
Flexi Presentity	Flexi Presentity är ett presence- och hänvisningssystem som underlättar bolagets tillgänglighet och kundbemötande. Tjänsten är också utvecklad till en komplett molnbaserad telefonilösning.
Flexi CC	Flexi CC tillhandahåller avancerade svarsgrupper, vilket ger företag verktyg för att skapa effektivare samtalsflöden.
Teams med Flexi	Flexi hjälper bolagen att hantera deras kommunikation via Microsoft Teams, utan att göra avkall på telefoni och växelfunktioner.

I pressmeddelandet uppgavs att Datatal kompletterar InfraCom både med kompetens samt unik produktfunktionalitet. Vår bedömning är att produkterna Datatal erbjuder passar väl in i Infracoms befintliga produkt erbjudande och produkterna kan bli intressanta tillägg i Infracoms helhetslösning.

Köpeskilling

Aktierna i Datatal tillträds 3:e april 2023 precis som med Connect. Köpeskillingen uppgår på kassa och skuldfri basis till 3,3 MSEK och erläggs genom kontant betalning på tillträdesdagen. Omsättningen för Datatal under 9 månader 2022 var 6 MSEK, vilket vi uppskattar till en omsättning om cirka 2 MSEK per kvartal. Detta skulle ge en omsättning på 2022 på cirka 8 MSEK och räknat med en EBITDA-marginal om 1,7% ger det en EBITDA-multipel på cirka 24. Troligen ser Infracom möjlighet att sälja Datatals produkter till redan befintliga kunder samt att de knyter till sig viktig kompetens för utveckling, vilket kan vara en av anledningarna till en högre EBITDA-multipel. När vi kollar Datatals historik ser vi att de 2018 gjorde ett resultat om ca 2 MSEK och 1,4 MSEK 2020. Detta med en omsättning runt 11 MSEK¹. Lyckas Infracom med att få Datatal att återgå till tidigare lönsamhet, så anser vi att förvärvet är billigt.

Tilläggsköpeskillingar

Dotterbolag	Tilläggsköpeskilling	År
Advoco Communication AB	6,3 MSEK	2023/24
Infracom Systech AB	10,0 MSEK	2023/24/25
Trust-IT Sweden AB	2,5 MSEK	2023/24
Quality of Service AB	3,0 MSEK	2023/24
Connect	36,0 MSEK	2024
Connect	44,0 MSEK	2025
Totalt	101,8 MSEK	

Nuläge och outlook

Infracom gjorde under 2022 tre nya förvärv som adderar cirka 130,0 MSEK i omsättning och cirka 20,0 MSEK i EBITDA. Bolaget arbetar fortsatt med att integrera dessa i verksamheten genom att maximera synergier och skapa nya försäljningsmöjligheter. Den 28 februari 2023 gjordes ytterligare två förvärv av Connect och Datatal, som föregående räkenskapsår tillsammans hade cirka 414,0 MSEK i omsättning (räknat på 8,0 MSEK för helåret för Datatal) och cirka 21,7 MSEK i EBITDA.

Förvärven är en pusselbit i Infracom transformering från att vara ett nischbolag inom telefoni, IT-drift och nät till ett bolag som erbjuder helhetstjänster. Transformeringen är ett steg för att differentiera sig ytterligare jämfört med konkurrenter, då få aktörer har så bred produktportfölj som Infracom på den svenska marknaden. För att använda ett mode-ord ska Infracom bli en one-stop-shop för bolag inom IT-lösningar och telefoni, där de kan erbjuda heltäckande lösningar som lätt kan anpassas efter kundens behov. Ytterligare en aspekt som Infracom arbetar på och utvecklar är att göra verksamheten ännu mer kundnära, där fokus förflyttas något från det teknikbaserade mot det kundnära arbetet. I vår intervju uppgav VD Bo Kjellberg att detta fokus ger ökade möjligheter att växa tillsammans med kunden¹.

I och med förvärven uppgav Infracom att de kommer justera sina finansiella mål. Detta eftersom de förvärvade bolagen har betydligt lägre marginaler än Infracom har idag. Vidare anser vi att det kan bli svårt för Infracom att uppnå det finansiella målet om en omsättningstillväxt om 15-20 % framöver i och med det stora förvärvet av Connect. Vi ser dock en möjlighet för Infracom att öka omsättningen genom korsförsäljning mellan bolagens kundbaser. I pressmeddelandet uppgav VD Bo Kjellberg att de nu står rustade för etableringar på nya geografiska marknader, vilket också är en option för tillväxt. Vidare uppgav han att Infracom närmar sig en miljard SEK i omsättning, vilket vi tolkar är ett mål Infracom arbetar efter att nå. Slutligen uppgav han att Infracom tittar på en notering på Nasdaq Small Cap.

Vi justerar våra estimat nu när de två förvärven genomförts. Vi höjer utsikterna för nettoomsättningen framåt och sänker EBIT- och vinstmarginalerna, då förvärven har betydligt lägre marginaler än befintlig verksamhet.

Värdering

Antal aktier	32 138 616
Nya antal aktier*	1 821 795
Totalt antal aktier	33 960 411
Aktiekurs	32,4 SEK
Börsvärde	1 041,3 MSEK
Nettoskuld**	119,8 MSEK
Enterprise value	1 161,1 MSEK

*Från nyemissionen i samband med förvärven

**tilläggsköpeskillingar om 101,8 MSEK inte inräknat

Vid utgången av fjärde kvartalet hade Infracom 40,6 MSEK i kassan och 60,4 MSEK i bankfinansiering. 100 MSEK ska erläggas kontant vid förvärven och 77,5 MSEK av kreditfaciliteten på 175,0 MSEK utnyttjas. Vi korrigerar kassan därmed till 18,1 MSEK (minskar med 22,5 MSEK) och att bankfinansiering ökar till 137,9 MSEK (ökar med 77,5 MSEK). Detta ger en nettoskuld om 119,8 MSEK. Notera att tilläggsköpeskillingar inte ingår i beräkningen av enterprise value ovan och att börsvärdet är beräknat på det nya antalet aktier efter nyemission och dagens aktiekurs.

Historisk värdering

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,6	16,1	22,9	75,2
Snitt 5 år	2,4	16,4	24,4	123,3

Peers

Vi anser att det finns fyra börsnoterade peers som kan vara relevanta att jämföra med Infracom. Infracom har enbart B2B-intäkter till skillnad från ISP-aktörerna, som också riktar sig direkt mot konsument. Infracom har främst intäkter från IP-telefoni (Communications) och IT-tjänster (Managed Services), medan övriga har främst intäkter som internet service provider. Den aktör som främst liknar Infracom är Qlosr, som också är en B2B-aktör med inriktning mot små- och medelstora bolag samt har en tydlig förvärvsagenda. Peer-gruppen är dock relativt svag för att kunna dra några större slutsatser. Utifrån sammanställningen, så värderas dock Infracom lågt i jämförelse.

Bolag	EV	P/E	P/E, snitt 5 år	P/E 2023E	Oms.-tillväxt, snitt 5 år	Vinsttillväxt, 5 år	EBITDA%	EBIT%
Bahnhof	3 649	23,0	27,6	22,0	11,7%	15,7%	16,9%	13,2%
Bredband 2	1 507	18,0	29,2	14,0	23,8%	9,8%	15,8%	6,2%
Elisa	10 359	23,3	23,6	-	3,6%	2,1%	34,4%	22,1%
Qlosr	317	neg.	-	-	-	-	4,50%	-8,20%
Snitt	3 958	21,4	26,8	18,0	13,0%	9,2%	17,9%	8,3%
Median	2 578	23,0	27,6	18,0	11,7%	9,8%	16,4%	9,7%
Infracom	1161	19,7	23,9	13,9	25,9%	12,4%	23,2%	19,3%

Estimat

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	270,0	352,4	754,0	815,1	882,7
% y-o-y	20,5%	30,5%	113,9%	8,1%	8,3%
Övriga intäkter	3,0	2,8	3,0	3,0	3,0
Totala intäkter	273,0	355,3	757,0	818,1	885,7
<i>P/S</i>	<i>3,9</i>	<i>3,0</i>	<i>1,4</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>
Rörelsekostnader	215,2	287,2	656,0	706,8	762,6
% y-o-y	21,0%	33,5%	128,4%	7,7%	7,9%
EBIT	57,8	68,1	101,0	111,3	123,1
<i>EBIT-marginal</i>	<i>21,4%</i>	<i>19,3%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,9%</i>
% y-o-y	20,4%	17,8%	48,2%	10,2%	10,7%
<i>EV/EBIT</i>	<i>20,1</i>	<i>17,0</i>	<i>11,5</i>	<i>10,4</i>	<i>9,4</i>
Vinst	45,6	52,7	74,7	84,6	95,4
<i>Vinstmarginal</i>	<i>16,9%</i>	<i>15,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,8%</i>
% y-o-y	23,7%	43,2%	41,7%	13,1%	12,8%
<i>P/E</i>	<i>22,9</i>	<i>19,7</i>	<i>13,9</i>	<i>12,3</i>	<i>10,9</i>

I vårt huvudscenario för 2023E, så räknar vi med att den befintliga verksamheten (med de tre förvärven från 2022 inkluderade) fortsätter ligga på en omsättning runt 105-107 MSEK per kvartal.

Från och med 3:e april räknar vi även med de två nya förvärven av Connect och Datatal. Infracom uppgav att förvärvet gjordes till en EV/EBITDA-multipel om 5,4 baserat på budget för perioden 1 april 2023 - 30 mars 2024. Beräknat på den preliminära köpeskillingen på kassa och skuldfribasis om 195 MSEK skulle detta innebära en förväntad EBITDA på cirka 36 MSEK för perioden. Detta troligen hänförligt till en viss omsättningsökning och förbättrad lönsamhet. Vi räknar med att de förvärvade bolagen kommer bidra med 110 MSEK per kvartal till nettoomsättningen i Q2-Q4'23. Räknat på förväntad EBITDA om 36 MSEK skulle detta ge en EBITDA-marginal om cirka 8,2% och en nettoomsättning om 440 MSEK för perioden 1 april 2023 - 30 mars 2024. Vi räknar med att befintlig verksamhet har en EBIT-marginal om 18,3% under 2023 och de förvärvade verksamheterna 7,1%. Vidare räknar vi med ökade finansiella kostnader relaterat till högre räntekostnader i och med större lånebas än tidigare.

Vi räknar inte med att något nytt förvärv görs under 2023. Det finns så klart en option att fler förvärv görs, men det är inget vi räknar med i basscenariot. Vidare räknar vi med att EBIT-marginalen minskar i jämförelse med helåret 2022, då förvärven som gjorts har lägre marginaler

I våra uppdaterade estimat får vi något lägre vinst än tidigare estimerat 2025E. Detta eftersom vi räknat med marginalförbättringar framåt och mindre tilläggsförvärv som integrerades snabbare och inte påverkade marginalen i samma grad som det större förvärvet av Connect gör. Vi ser dock positivt på förvärvet av Connect och bibehåller vår positiva tro på Infracom framåt.

Vidare räknar vi med en lägre nettoomsättningstillväxt för 2024E och 2025E runt 7-9 %, vilket är lägre än snittet de senaste tre åren som legat på 18,7 %. Vi motiverar detta med att Infracom blivit ett större bolag, vilket gör det svårare att växa förvärvsdrivet i samma takt procentuellt relativt högre nettoomsättning.

I vårt huvudscenario räknar vi med att Infracom står stabilt även om konjunkturen viker ner. Vi räknar med en P/E-multipel om 16x, vilket kan ses som försiktigt jämfört med historiskt snitt och i jämförelse med peers.

	Värdering			
	Multipel	Vinst 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	16	95,4	1526,6	45,0
Säkerhetsmarginal (30%)	16	66,8	1068,6	33,3

Nedan följer potentiell avkastning på 2025E om Infracom utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,47	46,6%	13,60%	1,03	2,6%	0,87%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på våra estimerade totala intäkter exklusive aktiveringar för 2025E, där utfallet redovisas vid olika angivna P/E-multiplar.

	Känslighetsanalys					
	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
Vinstx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
13	1 240,4	38,6	19,1%	868,3	27,0	-16,6%
14	1 335,8	41,6	28,3%	935,1	29,1	-10,2%
15	1 431,2	44,5	37,4%	1 001,9	31,2	-3,8%
16	1 526,6	47,5	46,6%	1 068,6	33,3	2,6%
17	1 622,1	50,5	55,8%	1 135,4	35,3	9,0%
18	1 717,5	53,4	64,9%	1 202,2	37,4	15,5%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 46,6 % med en CAGR om 13,6 % för 2025E. Applicerar vi en säkerhetsmarginal om 30 % får vi en uppsida om 2,6 % med en CAGR om 0,87 %. I ett optimistiskt scenario fortsätter Infracom förvärvsresan framåt och adderar fler förvärv som bidrar till tillväxt. En option är också att den geografiska expansionen tar fart och blir lyckosam. Detta skulle innebära en ökad tillväxt såväl organisk som förvärvad än vad vi förväntat och ge en högre uppsida i aktien. Värderingen på P/E 16 upplever vi som rimlig, men sett till historisk värdering och till peers skulle vi inte bli förvånade om marknaden värderar Infracoms stabila och konjunkturokänsliga verksamhet till P/E 17-18. Vi bedömer att det finns en bra uppsida med option på högre tillväxt och värdering, som i kombination med stabiliteten och direktavkastningen gör Infracom intressant för den långsiktiga investeraren.

Källor

1. <https://www.allabolag.se/5566147103/datatal-ab>
2. <https://www.allabolag.se/5565223939/re-connect-it-i-sverige-ab>
3. <https://connect.se/om-oss/>

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 förknippat med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen för ej handla värdepapper i kundbolag under de två arbetsdagar som följer efter publicerad analys.

Analytikern Erik Lundberg äger inga aktier i det analyserade bolaget.