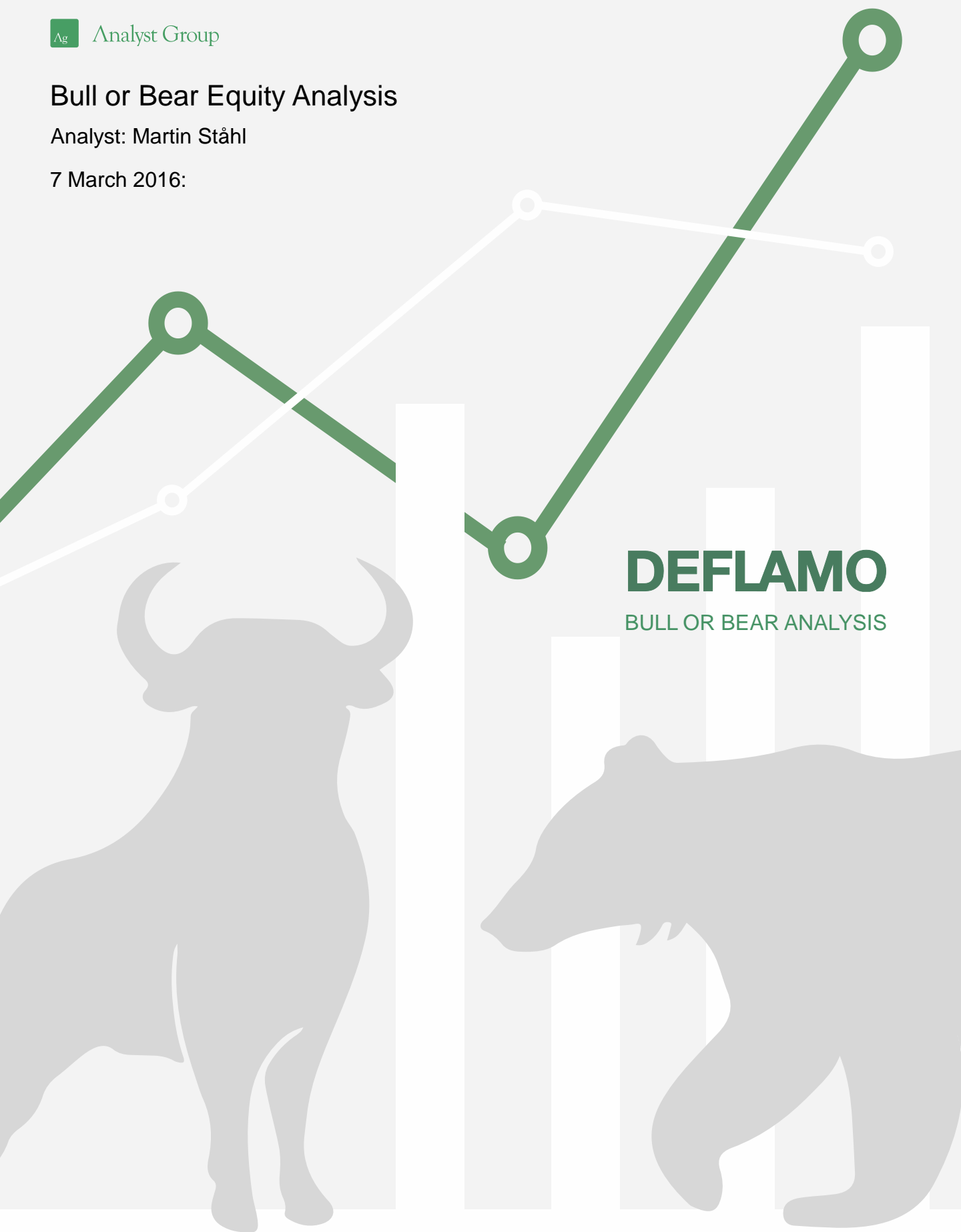


# Bull or Bear Equity Analysis

Analyst: Martin Stähl

7 March 2016:



# DEFLAMO

BULL OR BEAR ANALYSIS

# Introduction

Ag  
Analyst Group



## Value Drivers



## Quality of Earnings



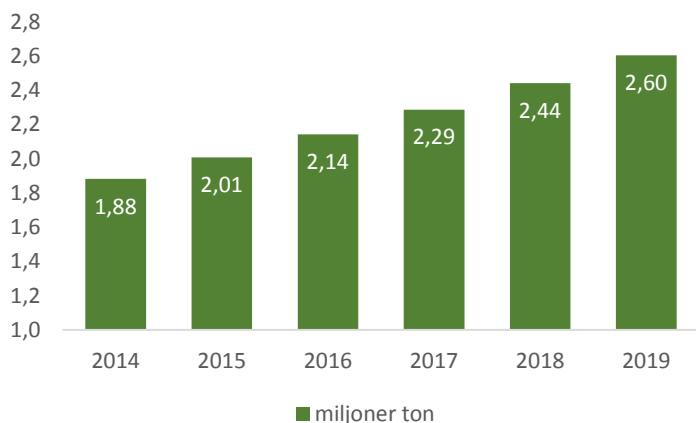
## Market Potential



## Quality of Management

- » **Stora möjligheter på en marknad som förväntas vara värd 10,4 mdUSD 2019.** Ökad efterfrågan på alternativ till konventionella flamskyddsmedel gynnar aktörer med miljöprofil likt Deflamo.
- » **Teknikledande produkt.** Apyrum har visat sig överlägsen konkurrenterna vad gäller prestanda och kostnadseffektivitet till lägsta möjliga miljöpåverkan.
- » **Ny produktionslinje säkerställer** tillräckliga volymer till de viktiga produktionstesterna vilket sannolikt kommer resultera i ökad försäljning.
- » **Stora möjligheter i diskussioner med internationell industrikoncern.** Ett eventuellt samarbetsavtal kan öppna upp nya marknader och därmed bidra till att kraftigt öka försäljningen. Stora samordningsvinster vad gäller forskning och utveckling är också aktuella.
- » **Högt kapitalbehov historiskt sett** i kombination med en hög burn rate drar upp risknivån. Marknadens förväntningar är dock mycket låga varför positiva besked kan ge aktiekursen fart.

## Estimerad global efterfrågan, CAGR 6,7 %



## Value Drivers

Den nya produktionslinjen säkerställer tillräckliga volymer för produktionstester och sänker tillverkningskostnaderna

Fortsatt gynnsam marknadssituation för aktörer med miljöprofil

Avtal träffas med nämnd industriell aktör vilket kan driva försäljning och innovation

Betydande försäljning uppvisas till följd av gjorda satsningar

Bolaget är trots allt en i sammanhanget billig uppköpskandidat varför detta utfall också är möjligt

### ANALYTIKER

Martin Ståhl martin.stahl@analystgroup.se  
Adress AG Equity Research AB

Skeppargatan 41  
114 52 Stockholm  
www.analystgroup.se

### DEFLAMO

Aktiekurs	3,75
v. 52 högsta/lägsta	5,27/2,16
Antal aktier	19 656 397*
Börsvärde (MSEK)	73,70
Nettoskuld (MSEK)	-20,79
EV (MSEK)	52,91
Sektor	Specialkemi
Lista/kortnamn	First North/DEFL B
Nästa rapport	2016-04-26

### UTVECKLING

1 månad	+27,56 %
3 månader	+4,25 %
1 år	-40,99 %
YTD	+14,13 %

### HUVUDÄGARE

Avanza Pension	7,85 %
Gryningskust Holding AB	6,35 %
Jan Blomquist	6,20 %
UB Securities AB	5,69 %
Nordea Bank Finland ABP	5,43 %

### LEDNING

CEO Per-Erik Velin  
Styrelseordförande Jan-Ove Aspeblad

INSYNSHANDEL	NAMN	FÖRÄNDRING	TOTALT
29/10/15	Jan Blomquist	+108 999 (B)	603 372 (B)
29/10/15	Jan-Ove Aspeblad	+3 125 (B)	18 125 (B)
29/10/15	Per-Erik Velin	+5 000 (B)	29 000 (B)
29/10/15	Pär Stenstierna	+85 023 (B)	444 358 (B)
29/10/15	Åsa Hansdotter	+3 125 (B)	18 125 (B)

\*Full teckning i Företrädesemissionen innebär att antalet aktier i Bolaget ökar från 10 345 474 till 19 656 397 aktier.

## Content – Uppdragsanalys\*

Investment Thesis.....	4
Business Summary and Market Analysis.....	5
Management and Board.....	6
Bull or Bear.....	7
SWOT-analysis and Rating.....	8
CEO-interview.....	9
Disclaimer.....	10

### Förtydligande av rating

Analyst Groups "bull and bear"-system syftar till att kort illustrera hur vi ser på utsikterna för ett bolag ska lyckas i framtiden. Här så vägs både historiska faktorer samt händelser som ligger i framtiden in. Skalan går från det bear 5, vilket är det sämsta betyget, till bull 5, vilket är det bästa. Där bear 5 innebär att det är mycket lite som talar för att ett bolag ska lyckas inom det området i framtiden baserat på historisk data och hur detta förhåller sig till framtiden. Och bull 5 innebär således att det är väldigt mycket som talar för att ett bolag ska lyckas i framtiden baserat på dess historik.

Mycket lite talar för framtida framgång

Mycket talar för framtida framgång



5 4 3 2 1



1 2 3 4 5



## Business Summary

Deflamo AB är ett specialkemiföretag som utvecklar, producerar och marknadsför flamskyddsmedel under produktnamnet Apyrum. Apyrum är ett patenterat, miljöanpassat och biologiskt nedbrytbart alternativ till konventionella flamskyddsmedel vilka ofta är baserade på miljö- och hälsofarliga ämnen.

# Deflamo

[www.deflamo.se](http://www.deflamo.se)

# Investment Thesis

**Stora möjligheter på en marknad som 2019 förväntas vara värd 10,4 mdUSD.** Tillväxten motsvarar en CAGR om 6,7 % från basåret 2014. Konsensus bland marknadsanalytiker är att en stor del av denna tillväxt kommer drivas av en ökad efterfrågan på miljöanpassade produkter likt Deflamos Apyrum. Ett tilltagande regleringstryck och en ökad miljömedvetenhet kommer gynna Deflamo i arbetet mot bred marknadsacceptans och ett positivt kassaflöde. *Vi förutsätter i analysens beräkningar att emissionen blir fulltecknad.*

## Teknikledande produkt avseende prestanda, kostnadseffektivitet och miljöegenskaper.

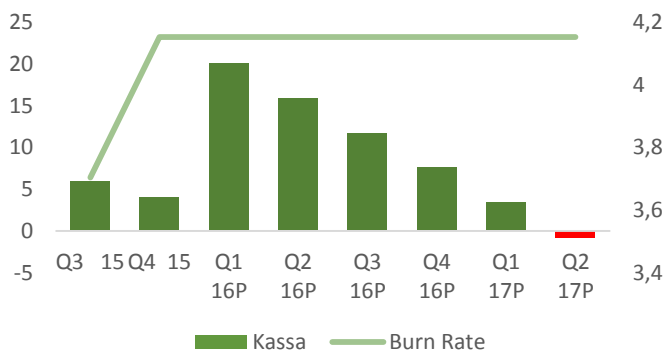
Apyrum har i en rad tester visat sig leverera överlägsen prestanda i förhållande till miljöpåverkan jämfört med konkurrerande produkter. Då Deflamo erbjuder skräddarsydda lösningar med utgångspunkt i sin omfattande applikationskompetens, kan en låg kostnadsnivå bibehållas. Detta har rönt stort intresse bland presumtiva kunder vilket resulterat i en gedigen projektportfölj. Dessa projekt har dock kantats av problem, främst hänförliga till kontraktstillverkarnas oförmåga att leverera tillräckliga volymer till kritiska testmoment. Mot bakgrund av uppvisat kundintresse är det uppenbart att Apyrum har en plats på marknaden förutsatt att kapacitetsproblemen undanröjs med den nya produktionslinjen.

**Leveransproblem åtgärdade med ny produktionslinje.** Emissionslikviden är delvis tänkt att bekosta färdigställandet av en ny produktionslinje i Karlshamn. Förutom att säkerställa tillräckliga projektvolymer så kommer den nya anläggningen bidra till sänkta tillverkningskostnader, höjd produktkvalitet och optimering av utvecklingsprocessen. Deflamo kan med denna insourcing-manöver sannolikt korta ned tiden till positivt kassaflöde avsevärt.

**Potentiellt samarbete med en internationell industrikoncern.** Deflamo har aviserat att de för diskussioner med en industriell aktör avseende utveckling, produktion och marknadsföring. Av bolagets kommunikation att döma framstår det som att de är mycket nära ett avtal vilket är en viktig trigger under H1 2016. Ett samarbetsavtal hade gett Deflamo tillträde till nya marknader vilket med stor sannolikhet drivit försäljningen. Ett avtal hade också inneburit betydande synergier vad gäller forskning och utveckling.

**Finansiering säkrad närmaste året.** Efter emissionen kommer kassan vid nolltillväxt och befintlig kostnadsmassa räcka i cirka 5 kvartal (se graf nedan). Förutsättningarna är dock goda för en betydande försäljningstillväxt varför detta scenario framstår som osannolikt. Bolagets historik visar att kapitalbehovet har varit högt under en relativt lång period med i snitt en företrädesemission per år de senaste fem åren. Fortsatt brist på resultat riskerar att urholka förtroendet hos aktieägarna vilket kan försvåra framtida finansieringsförsök. Likviditeten i aktien är låg varför spreaden stundtals kan vara stor vilket också bidrar till att öka risknivån.

Kassa och Burn Rate MSEK



## Två patentansökningar inlämnade under Q1 2016.

Den ena avser en PVC-applikation som bedöms ha stor kommersiell potential och den andra en unik produktionsprocess som innebär en rad fördelar för bolaget. VD gör bedömningen att chansen för att få dessa beviljade är god och att Deflamo nu är redo att vända sig mot den globala marknaden. Bolaget har sedan tidigare patent i Europa och delar av Asien.

**Rutinerad ledning och styrelse.** Mer djupgående erfarenhet från kemisk produktutveckling saknas dock på lednings- och styrelsenivå, undantaget avgående VD Per-Erik Velin. Insiderägandet är godkänt men någon tydlig huvudägare saknas i dagsläget. Incitamentsprogrammet är intressant då optionernas teckningskurs sattes till offensiva 18 kr, motsvarande 4,8 gånger dagens kurs. Optimismen var således stor vid tiden för beslutet vilket får anses ha ett positivt signalvärde.

# General Description and Market

## Bolagsbeskrivning

Deflamo är ett svenskt specialkemiföretag som utvecklar, producerar och säljer den miljövänliga flamskyddsteknologin Apyrum. Apyrum är ett effektivt och biologiskt nedbrytbart alternativ till konventionella flamskyddsmedel vilka ofta innehåller miljö- och hälsofarliga ämnen, exempelvis brom, klor eller borsyra. Apyrum är mångsidigt och kan integreras direkt i en lång rad industriella tillverkningsprocesser. Bolaget har dock valt att inledningsvis fokusera sina försäljningsinsatser mot den Europeiska PVC-industrin då potentialen inom detta segment bedömts vara särskilt stor.

Deflamos försäljningsprocess kännetecknas av ett nära samarbete med kunderna avseende utveckling, optimering och utvärdering av de processer som rör flamskyddsapplicering och -hantering. Dessa utvecklingsprojekt innefattar följande moment:

- » **Potential.** Möjliga kunder bekräftar sitt intresse för att utvärdera Apyrum.
- » **Labbttest.** Småskaliga tester genomförs med syftet att optimera receptet för den aktuella applikationen.
- » **Brandtest.** Efter att ha tagit fram ett optimalt recept brandtestas lösningen i bolagets eget laboratorium.
- » **Produktionstest.** Därefter testar kunden Apyrum i sin egen produktionslinje för att slutligen utvärdera dess potential.

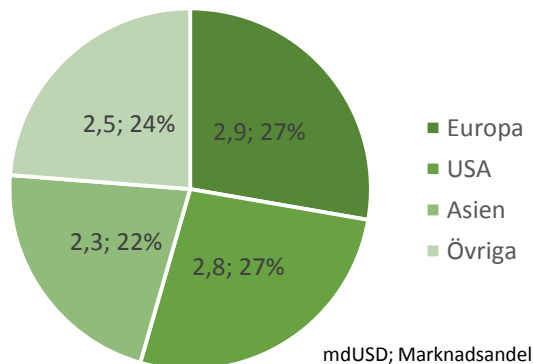
Med den nya produktionslinjen har Deflamo tillgång till en komplett utvecklingsapparat vilket sannolikt kan förkorta time to market för de aktuella applikationerna betydligt, vilket borde påverka försäljningen positivt från och med Q2/Q3 2016.

## Marknad

Den europeiska marknaden för flamskyddsmedel värderades 2013 till 1,8 mdUSD på årsbasis och förväntas växa betydligt kommande år.

Analyshuset BCC Research har bedömt att tillväxten primärt kommer drivas av en ökad efterfrågan på miljövänliga alternativ och en tilltagande användning av lättbrännbara material. På EU-nivå drivs dessutom en rad regulatoriska processer inom ramen för den Europeiska kemikalielagstiftningen (REACH), vilka bland annat syftar till att reglera användandet av halogenbaserade flamskyddsmedel. Deflamo är synnerligen väl positionerat inför detta skifte då Apyrum har visat sig vara det, både ur prestanda och miljöhänseende, bästa alternativet till halogenbaserade flamskyddsmedel på marknaden idag. Även andra i branschen vanligt förekommande ämnen är under granskning och kan komma att förbjudas vilket ytterligare torde gynna aktörer med miljöprofil likt Deflamo. Vidare kan bolaget med sin applikationskompetens se till att bibehålla en konkurrenskraftig totalkostnad, vilket underlättar skiftet även för de mest priskänsliga av företag.

Världsmarknad 2019



Marknaden kännetecknas av hård konkurrens och domineras för närvarande av ett antal större aktörer såsom Clariant, Great Lakes och Lanxess där flamskyddsmedel är en del av en mer omfattande produktportfölj. Därutöver finns det en lång rad nischbolag med varierande verksamhetsinriktning. Till Deflamos fördel så ser ingen av de större aktörerna ut att aktivt prioritera miljövänliga alternativ i dagsläget, vilket gör Deflamo till en intressant uppköpskandidat.

# Management and Board



**Per-Erik Velin, CEO**

29 000 B-aktier, 571 431  
personaloptioner

Civilingenjör i Kemiteknik och EMBA från Lunds Universitet. Per-Erik har mångårig erfarenhet från kemikalieindustrin efter sin tid inom Perstorp-koncernen. Per-Erik har tidigare arbetat med försäljning mot PVC-industrin och marknaden för brandskyddsfärger.



**Jan-Ove Aspeblad,  
Styrelseordförande**

18125 B-aktier

Civilekonom. Jan-Ove har erfarenhet från en rad ledande poster inom AAK AB, bl.a. som CFO och koncerncontroller. Han har även stor kunskap inom M&A. Jan-Ove är en rutinerad styrelseledamot med tidigare uppdrag inom bl.a. AAK AB och EC-gruppen AB.



**Åsa Hansdotter,  
Styrelseledamot**

18 125 B-aktier

Juristexamen från Lunds Universitet. Åsa Hansdotter är advokat och partner i Mannheimer Swartling Advokatbyrå. Hon är framförallt verksam inom det bolags- och aktiemarknadsrättsliga området samt hanterar löpande allmänna affärsjuridiska frågor för både noterade och onoterade företag. Åsa har även erfarenhet av svenska och internationella företagsöverlåtelser. Åsa är styrelseledamot i Proventus Capital Management AB.



**Fredrik Westin, CTO och  
Styrelseledamot**

159 167 A-aktier, 103 612 B-aktier  
och 200 000 personaloptioner

Studier i handelsrätt, företagsekonomi och nationalekonomi vid Uppsala Universitet och Stockholms Universitet. Fredrik är en av grundarna till Deflamo och var fram till 2014 CEO för bolaget. Fredrik har erfarenhet dels från sin tid på ledande positioner i en rad tillväxtföretag och dels från konsultbranschen där han specialiserade sig på företagsutveckling och entreprenörskap. Fredrik är även ledamot i branschföreningen Nordiskt Brandskyddat Trä.



**Jan Blomquist,  
Styrelseledamot**

37 823 A-aktier och 603 372 B-aktier

Studier i nationalekonomi och matematik vid Stockholms Universitet. Jan har 20 års erfarenhet från finansbranschen och var fram till 2004 anställd och partner på HQ Bank AB. Han har därefter arbetat med investeringar i ett antal noterade och onoterade bolag. Jan har tidigare varit styrelseledamot i Aerodyn AB, OSS reklambyrå AB och Lateo AB.



**Pär Stenstierna,  
Styrelseledamot**

48 827 A-aktier och 444 358 B-aktier

Pär Stenstierna är grundare och partner i Christiansen & Stenstierna AB, där Pär är aktiv både som investerare och Senior Advisor. Pär har mer än 20 års erfarenhet från management, försäljning och affärsutveckling både inom mindre tillväxtbolag och större organisationer. Pär är styrelseledamot i Inventech Europe AB och styrelseordförande i Stratur AB.

# Bull or Bear

Då Deflamo i dagläget saknar betydande intäkter har vi valt att ställa upp fyra tänkbara framtidsscenario: bull, best, bear och worst. Mot bakgrund av att Deflamo ej kommunicerat några tydliga finansiella mål så kommer de tillhörande resonemangen primärt baseras på räkneexempel vilka vi bedömt vara rimliga givet bolagets förutsättningar.

**Bullscenario.** I detta scenario bär de nämnda satsningarna frukt med fler lyckade produkttester och därigenom ett ökat antal projekt som leder till fortsatt ökad försäljning. Diskussionerna med den internationella industrikoncernen utmynnar i ett samarbetsavtal vilket bidrar till att öka försäljningen dramatiskt. Kan Deflamo med hjälp av denna partner nå en marknadsandel på 1 % i Europa 2019 nås en omsättning om 29 MUSD, vilket relativt bolagets värdering post money renderar ett EV/S på 0,21. Detta får anses vara en mycket attraktiv nivå förutsatt att bruttomarginalen på sikt närmar sig branschsnittet. Skulle Deflamo dessutom nå en marknadsandel på 0,5 % på övriga marknader tillkommer en försäljning om 38 MUSD vilket renderar en total omsättning på 67 MUSD och ett EV/S på anmärkningsvärt låga 0,1. Här förutsätts för enkelhetens skull noll marknadstillväxt från och med 2019 samt att eventuella kapacitetsproblem har blivit undanröjda.

**Best Case.** Då Apyrum av allt att döma är teknikledande är det inte omöjligt att högre marknadsandelar än de ovan angivna på sikt är nåbara, vilket får dagens värdering att framstå som än mer aptitlig. I grafen nedan har vi varit mycket optimistiska och utgått från att Deflamo lyckas nå en marknadsandel på 3 % i Europa och 1,5 % i resten av världen för att på ett tydligt sätt illustrera hur ett best case-scenario skulle kunna se ut på lång sikt. Detta renderar en total omsättning om 200 MUSD och ett EV/S nära noll.

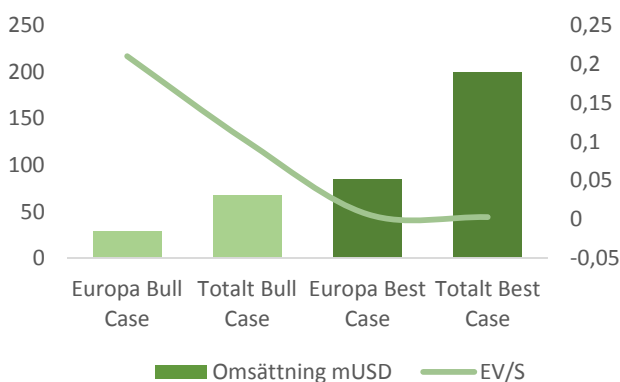
Diskussionerna med industrikoncernen kan även utmynna i ett uppköp, då de etablerade aktörerna länge har negligerat marknaden för miljövänliga flamskyddsmedel och därför kan tänkas vilja stärka sina positioner med hjälp av Deflamos patentportfölj och industriella know-how. Referensaffärer har genomförts i intervallet EV/S 0,6-1,9 vilket i en uppköpssituation hade inneburit en uppsida på 185-800 % från dagens kursnivå, givet en marknadsandel på 1% i Europa 2019.

**Bearsenario.** I detta scenario utgår vi ifrån att Deflamos problem med att nå ut på marknaden kvarstår och att ett samarbetsavtal ej kommer till stånd. Försäljningen kan mot bakgrund av det stora kundintresset sannolikt ta visst fart, men ytterligare kapitalinjektioner kommer krävas för att säkra den fortsatta verksamheten.

**Worst Case.** Skulle burn raten av någon anledning öka i samband med den nya produktionslinjens idrifttagande och detta kombineras med utebliven försäljning kan vägen till nästa emission bli kort, något som kan komma att försvåra kommande finansieringsförsök. Ytterligare emissioner kan mot bakgrund av bolagets historik bli svåra att motivera om inte tecken på varaktig vändning kan uppvisas.

**Slutsats.** Det är uppenbart att Deflamo står inför en rad utmaningar framöver. Ledningen visar dock på ett stort mått handlingskraft och ambition, varför vår bedömning väger över mot Bull. Marknaden verkar prisa in fortsatt försäljningsmässig kraftgång vilket kan innebära ett bra köpläge för den riskvillige. Med ett eventuellt samarbete på gång, en välfylld kassa och en komplett produktionsapparat är möjligheterna större än någonsin tidigare.

Omsättningsexempel och EV/S



# SWOT

## Strengths

- Teknikledande produkt
- Valfyllt kassa efter emissionen
- Unik försäljningsprocess
- Komplet utvecklings- och produktionsapparat

## Weaknesses

- Historik av flera emissioner
- Relativt resurskrävande sälj- och utvecklingsprocess






## Opportunities

- Stor potentiell marknad
- Efterfrågan på miljövänliga alternativ spås öka stadigt under en lång tid framöver
- Stor potential i möjligt samarbete
- Bolaget är en uppköpskandidat

## Threats

- Om försäljningen inte tar fart kan vägen till nästa emission bli kort
- Mer kapitalstarka konkurrenters inträde på området

## Rating

 4	Value Drivers	I närtid är det främst ett eventuellt samarbetsavtal som kan komma att driva kursen. Kan Deflamo mot bakgrund av gjorda satsningar dessutom uppvisa stadiga intäkter finns betydande kurspotential.
 4	Quality of Earnings	Försäljningen har kommit igång under Q4 2015 vilket är ett mycket positivt tecken inför framtiden. Ökningen sker dock från låga nivåer.
 3	Market Potential	Det är uppenbart att potentialen är enorm i Deflamos fall. Kan bolaget med sin teknikledande produkt nå endast en liten del av marknaden nås en omsättning om tiotals mUSD, vilket illustreras i vårt bullscenari.
 1	Quality of Management	Ledning och styrelse framstår som erfarna. Svårigheter att finna historik kring tidigare prestationer drar dock ned betyget.
 1	Overall view	Deflamo kan vara en spännande krydda i en väldiversifierad portfölj. Med en teknikledande produkt, en valfyllt kassa och en optimerad utvecklings- och försäljningsprocess har bolaget goda möjligheter att nå positivt kassaflöde.



## CEO-interview 01/03-2016

### Nämna tre skäl att investera i Deflamo?

1. Marknaden för flamskyddsmedel är stor och växer stadigt. Efterfrågan på miljövänliga alternativ väntas dessutom öka betydligt snabbare än marknaden i övrigt
2. Vi kan hjälpa kunderna från projekttid till färdig produkt och på så sätt se till att de får en miljöanpassad formulering med oförändrade eller bättre brandskyddsegenskaper till en attraktiv kostnad.
3. Tack vare nyligen inskickade patentansökningar kan vi agera på en global marknad, och inte som tidigare, vara begränsade till Europa och delar av Asien

### Varför ska det ta fart nu?

Deflamo har förvisso funnits i flera år, men det var först på hösten 2014 som bolaget startade sitt försäljningsarbete. Vi har sedan dess valt att initialt fokusera på PVC och försäljningen har börjat ta fart. Under sista kvartalet 2015 fick vi in fler order än vad vi sålt under hela 2015. Detta är naturligtvis glädjande och ett gott bevis på Apyrums funktion, vilket ger oss anledning att vara optimistiska inför framtiden.

### Vad ser du mest fram emot under året?

Jag ser verkligen fram emot att se våra nya produktionsanläggning, som initialt kommer att användas för pilot- och testverksamhet, att drifställas. Den kommer ge oss möjligheter att utveckla nya produkter, optimera processen och ge oss en bättre produkt till en betydligt lägre kostnad.

### Hur ser du på konkurrenssituationen?

Vad vi känner till finns inga direkta konkurrenter vad gäller tillhandahållandet av ett miljövänligt likvärdigt alternativ. Vid en oberoende livscykelstudie genomförd 2011 av det engelska miljöinstitutet Gnosys undersöktes de 40 vanligast förekommande icke halogenbaserade flamskyddsmedlen på marknaden. Apyrum rankades bäst i testet avseende både totala miljöegenskaper och flamskyddsfunktion.

### Vad skulle ett eventuellt samarbete innebära i praktiken?

Det samarbete som diskuteras omfattar forskning och utveckling, produktion, marknadsföring samt försäljning. Det förväntas även innebära tillgång till väsentliga kompetenser inom produktutveckling och produktionsprocesser, en bred kundbas och en global säljorganisation vilket skulle ge ytterligare möjligheter för en snabbare marknadspenetration. Det är dock viktigt att understryka att ett samarbete inte garanteras innan slutliga avtal är ingångna, även om det i dagsläget råder en samsyn i diskussionerna.

### **Ansvarsbegränsning**

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

### **Intressekonflikter och opartiskhet**

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

### **Bull and Bear- Rekommendationer**

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

#### **Definition Bull**

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

#### **Definition Bear**

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

### **Övrigt**

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren *Deffamo* (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva. Analytiker äger inte aktier i bolaget.

### **Upphovsrätt**

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.