

2023-11-14

Medicinteknikbolaget Tendo redovisade ingen nettoomsättning och ökad rörelseförlust i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 0,0 MSEK (0,0). Vidare uppgick EBIT till cirka -2,0 MSEK (-1,3). Periodens kassaflöde landade på cirka -1,0 MSEK (-3,0), vilket innebär att kassan minskade till cirka 3,2 MSEK (10,0) vid utgången av kvartalet.

### Ingen försäljning

Avsaknaden av försäljning var ett steg tillbaka jämfört med föregående kvartal. Enligt Tendo är bolagets förväntan att den svenska marknaden kommer att vara patientdriven i hög utsträckning. Vi ser att detta bland annat kommer kräva ökad varumärkeskänedom, användarreferenser och ambassadörer, vilket vi bedömer kommer ta tid att uppnå. Avseende den danska marknaden påbörjade bolagets distributör marknadsbearbetning i kvartalet, vilket var ett steg i rätt riktning.

### Förbättrat kassaflöde

Positivt var att det fria kassaflödet förbättrades i kvartalet, även om ett finansieringsbehov fortsatt råder i bolaget. Nuvarande kassa finansierar endast Tendo en liten bit in i 2024 vid nuvarande burn rate. I rapporten framgick det att styrelse och ledning arbetar aktivt med att säkra finansieringsbehovet både på kort och lång sikt för att säkerställa fundamentet för framtida tillväxt. Enligt bolaget är tillgången till möjliga finansieringsalternativ god.

### Outlook

Tendo befinner sig i tidig kommersiell fas och efter rapporten gör vi antaganden om ett fördröjt försäljningsgenombrott. Vi har därför valt att revidera ned våra estimat framåt. Vidare är vår utgångspunkt fortsättningsvis att en finansieringslösning kommer behöva finnas på plats före ingången av 2024. Vi ser fortsatt ytterligare en företrädesemission som det mest aktuella finansieringsalternativet i nuläget, vilket vi i likhet med föregående rapportuppdatering tagit hänsyn till i vår värdering.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>4,4</b>	<b>9,1</b>
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	352,0%	175,0%	106,8%
PS	n/a	16,2	3,6	1,3	0,6
<b>Summa intäkter**</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,6</b>	<b>4,4</b>	<b>9,1</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>
Bruttomarginal*	n/a	45,0%	47,0%	48,0%	50,0%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>10,4</b>	<b>12,9</b>	<b>17,5</b>	<b>14,6</b>	<b>16,7</b>
Tillväxt y-o-y	257,4%	24,0%	35,7%	-16,6%	14,4%
<b>EBIT**</b>	<b>-4,8</b>	<b>-7,6</b>	<b>-11,8</b>	<b>-12,5</b>	<b>-12,1</b>

\* Exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

\*\* Inklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

### Fakta

VD	Sofie Woge
Lista	Spotlight
Ticker	TENDO
Aktiekurs (SEK)	0,5
Antal aktier (Miljoner)	11,5
Börsvärde (MSEK)	5,7
Nettokassa (MSEK)	3,2
EV (MSEK)	2,5
Insiderägande	21,6%
Nästa rapport	2024-02-15

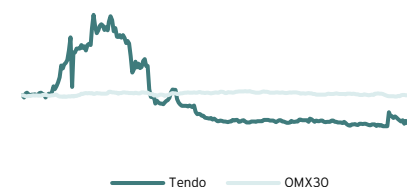
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Tendo	14,8	-27,3	-67,0

## Key Insights



## Produkt

Tendo utvecklar produkten Tendo OneGrip och är initialt fokuserade på ryggmärgsskadade. Tendo har vad vi erfar den mest användarvänliga lösningen i jämförelse med konkurrenter på marknaden, vilket borde skapa goda möjligheter för tillväxt.



## Expansion

Vi ser positivt på att Tendo initialt har valt att fokusera på en liten målgrupp där stort avtryck kan göras. Bolagets affärsmodell möjliggör att valideringen av tekniken kan ske i snabb takt. När valideringen är genomförd ämnar bolaget vidareutveckla tekniken för att nå en mycket stor potentiell marknad.



## Styrelse

Tendo har en erfaren och kompetent styrelse. Vidare är insynsägandet högt, vilket sänder ett positivt signalvärde om att möjligheterna och tron på bolaget är stora hos insynspersonerna.

*"Samarbetet med kliniker och användare fungerar väl och vi noterar ett stort intresse och engagemang från kliniker och användare."*

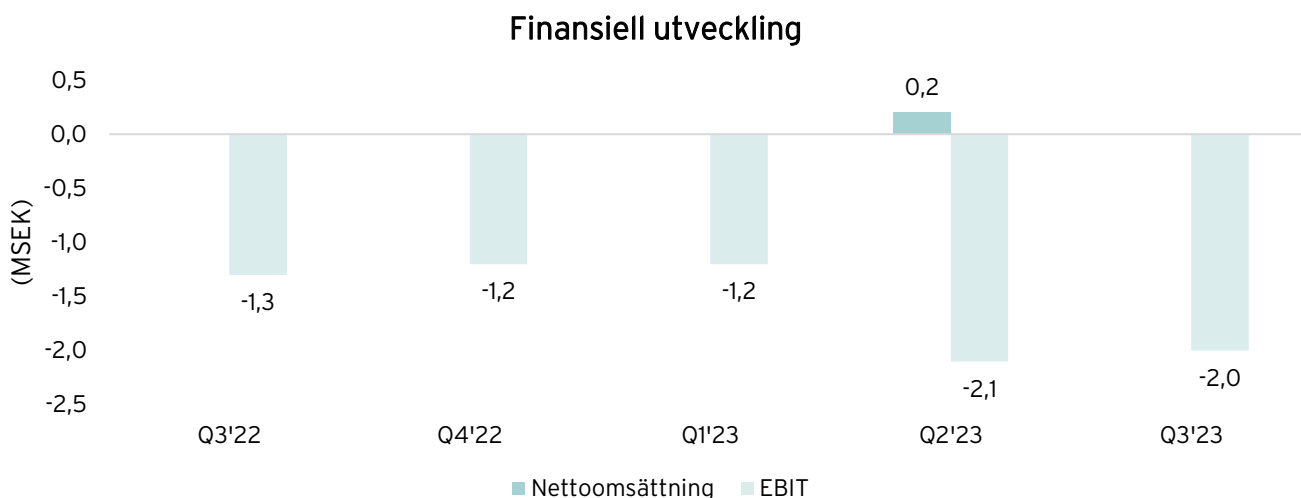
- Sofie Woge, VD Tendo

## Investeringscase

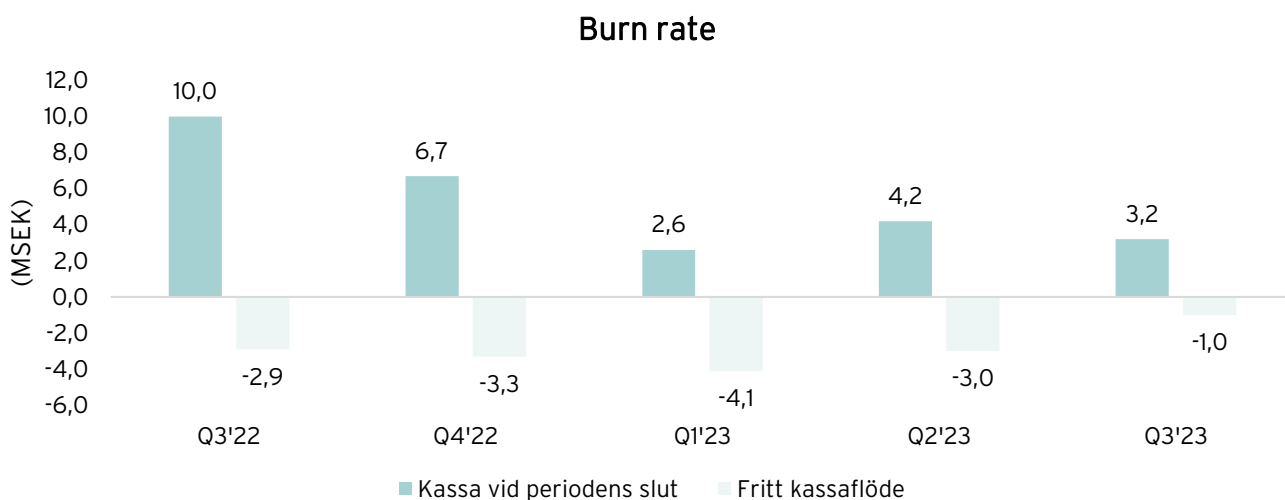
- Användarvänlig produkt som är utvecklad tillsammans med målgruppen
- Tydligt värdeerbjudande för patienter och sjukvården
- Modest konkurrens
- Affärsmodellen möjliggör validering av tekniken i snabb takt
- Möjligheter att vidareutveckla tekniken för att nå större marknader
- Erfaren och kompetent styrelse
- Högt insiderägande

## Ingen försäljning, men förbättrat kassaflöde

Nettoomsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 0,0 MSEK (0,0), vilket var lägre än våra förväntningar. Totala intäkter uppgick till cirka 0,6 MSEK (1,8), vilka var hänförliga till aktiverade utvecklingsutgifter och övriga rörelseintäkter. Vidare minskade rörelsekostnaderna till cirka 2,6 MSEK (3,2), vilket innebar att EBIT uppgick till cirka -2,0 MSEK (-1,3). De externa kostnaderna minskade och avskrivningarna ökade i linje med vår förväntan, samtidigt som personalkostnaderna steg till följd av att teamet utökades från fem till sju anställda.



Det fria kassaflödet uppgick till cirka -1,0 MSEK (-3,0), vilket resulterade i likvida medel om cirka 3,2 MSEK vid kvartalets utgång. Notera att Tendo inte tillfördes något kapital från teckningsoptioner av serie TO 2, vilket var i linje med vår förväntan<sup>1</sup>. Positivt var att det fria kassaflödet förbättrades både y-o-y och q-o-q, även om avsaknaden av försäljning i kvartalet var ett steg tillbaka. Vår utgångspunkt är i likhet med föregående rapportuppdatering att en finansieringslösning kommer behöva finnas på plats före ingången av 2024. I rapporten framgick det att styrelse och ledning arbetar aktivt med att säkra finansieringsbehovet både på kort och lång sikt för att säkerställa fundamentet för framtida tillväxt. Enligt bolaget är att tillgången till möjliga finansieringsalternativ god.



## Antaganden om fördröjt försäljningsgenombrott

Enligt Tendo är bolagets förväntan att den svenska marknaden kommer att vara patientdriven i hög utsträckning, vilket innebär att potentiella användare själva initierar diskussionen om förskrivning av Tendo OneGrip gentemot sina vårdkontakter. Vi ser att detta bland annat kommer kräva ökad varumärkeskännetid, användarreferenser och ambassadörer, vilket vi bedömer kommer ta tid att uppnå. Vi gör därför antaganden om ett fördröjt försäljningsgenombrott jämfört med vår tidigare bedömning om att det kan ta upp till 6-12 månader att nå ett högre upptag av patienter.

Enligt bolaget förväntas ambassadörer bidra till störst genomslagskraft, eftersom dessa potentiellt kan nå ut till en hög andel av målgruppen. Detta beror dels på att vården för ryggmärgsskadade är centraliserad i hög utsträckning, dels på att den här användargruppen är väletablerad och ofta har kontinuerlig kontakt med både vården och varandra.

Vidare ser bolaget en variation mellan olika kliniker och regioner vad gäller beslutsprocess och betalningsmodell. Olika beslutsprocesser och betalningsmodeller innebär att Tendo behöver anpassa sig till varje specifik situation, vilket initialt är tidskrävande. Därutöver är Tendo OneGrip en ny produkt, vilket ofta bidrar till att utvärderings- och beslutsprocessen blir längre.

I föregående rapport uppgav Tendo att bolaget erhållit flera remisser från olika regioner. Bolaget beräknade även att det skulle ta cirka 1-2 månader från remiss till utbildning av klinik och därpå anpassning och leverans. Enligt bolaget fortlöper både det interna och externa arbetet med remisserna<sup>2</sup>. På grund av ovanstående faktorer har tidsaspekten dock blivit förlängd, vilket stödjer vårt antagande om ett fördröjt försäljningsgenombrott. Vi utgår däremot från att försäljningsprocessen kommer bli snabbare framgent i takt med att leveranserna ökar.

För att öka varumärkeskännetiden om Tendo OneGrip har bolaget bland annat deltagit på flera mässor under och efter utgången av kvartalet. Enligt Tendo är mässor en strategisk möjlighet för bolaget att öka synligheten om produkten, träffa potentiella kunder och samarbetspartners<sup>3</sup>.

Mässor			
Namn	Plats	Datum	Deltagare
Hjälpmedel och Föreningsmässan	Linköping	7 september	Funktionshinderföreningar
Ortopedteknik 2023	Stockholm	11-12 september	50 ortopedtekniska enheter
Fokus Hjälpmedel	Stockholm	25-26 oktober	Beslutsfattare och potentiella användare
ISCoS 2023	Edinburgh	8-11 oktober	Beslutsfattare och yrkesverksamma

Avseende den danska marknaden påbörjade bolagets distributör Bandagist Jan Nielsen marknadsbearbetning i kvartalet mot både användare och kliniker, vilket var ett steg i rätt riktning. Enligt Tendo förväntar sig bolaget att denna marknad också kommer att vara patientdriven i hög utsträckning<sup>2</sup>. Med tanke på att beslutsprocesserna skiljer sig något mot den svenska marknaden anser vi att det är för tidigt att säga när försäljning kan inledas. Angående den norska marknaden inväntar vi fortsatta besked.

## Framsteg inför den internationella expansionen

I föregående rapport meddelade VD Sofie Woge att bolagets långsiktiga målsättning om en klinisk studie och CE-märkt version av Tendo OneGrip är intakt, vilka ligger till grund för att bedriva försäljning av en generisk version av produkten utanför Skandinavien. Processen blev däremot förlängd och projektet förväntas fortlöpa under hela 2024. Vi utgick därmed från att den internationella expansionen kommer att ske under 2025.

Efter utgången av det tredje kvartalet tecknade Tendo ett avtal med BSI Group, vilket innebar framsteg för den internationella expansionen<sup>4</sup>. BSI Group är en Notified Body, även kallad granskande organ, som kommer granska Tendos dokumentation inför CE-märkningen av Tendo OneGrip enligt MDR-regelverket. Enligt Tendo har bolaget erhållit en fastställd tid för granskningen av BSI Group om cirka ett år<sup>4</sup>. Bolaget är därför i processen att accelerera färdigställandet av den tekniska dokumentationen avseende Tendo OneGrip. Vidare förväntas granskningsprocessen pågå under sex månader, vilket innebär att starten av den internationella expansionen är beräknad till det andra halvåret av 2025. Vi ser nyheten om tidslinjen som förväntad, men mycket positiv då den stärkte vår prognos vad gället tid för den internationella expansionen.

Utöver detta beviljades Tendo även patent i Australien för mekaniken bakom Tendo OneGrip som gör produkten lätt och smidig<sup>5</sup>. Godkännandet är en del i bolagets globala patentstrategi för att skydda produkten på strategiskt viktiga internationella marknader. Patentfamiljen vid namn "Device for moving an arm and a method of operating the device" är nu godkänd på flera europeiska marknader samt i Japan och Australien. Vi noterar att Australien är en marknad som bolaget tidigare inte nämnt för den internationella expansionen, men som bolaget utvärderar enligt Woge<sup>2</sup>.



### Mot ISO-certifiering

Avtalet med BSI Group omfattar också granskning, certifiering och löpande revidering av Tendos kvalitetsledningssystem i enlighet med ISO 13485<sup>6</sup>. Tendo har sedan tidigare upprättat ett kvalitetsledningssystem som följer certifieringskraven, vilket talar för att certifieringen kommer erhållas. Enligt Tendo öppnar certifieringen för nya marknader samt ökar förtroendet hos kunder och partners, vilket potentiellt kan stärka bolagets marknadsposition. Vidare signalerar den även hög kvalitet, effektiv riskhantering och ökad produktivitet. Enligt Tendo kommer granskningen att genomföras under 2024.

## Stärker teamet med en QA/RA Manager

Efter utgången av kvartalet rekryterade Tendo Maria Lopez som ny QA/RA Manager<sup>7</sup>. I rollen som QA/RA Manager kommer hon främst att ansvara över det regulatoriska arbetet gällande Tendos kvalitetsledningssystem, den tekniska dokumentationen av Tendo OneGrip och interaktioner med BSI Group. Vi ser att Lopez har goda meriter och att hennes kompetens kommer vara viktig inför både certifieringen av kvalitetsledningssystemet enligt ISO 13485 och CE-märkning av Tendo OneGrip.



### **Maria Lopez, QA/RA Manager**

---

Lopez har tidigare varit VD för det svensknoterade medicinteknikbolaget Integrum under 2019-2022, där hon bland annat var delaktig i att ta produkt från utveckling till regulatoriska godkännanden i Europa och USA. Hon har även arbetat som konsult inom bland annat kvalitetsledningsfrågor.

Innehav: 0 aktier och teckningsoptioner

## Nuläge och outlook

Efter att Tendo ännu inte kommersiell fas i Sverige med produkten Tendo OneGrip i föregående kvartal, var avsaknaden av försäljning i kvartalet en besvikelse. Enligt Tendo är bolagets förväntan att den svenska marknaden kommer att vara patientdriven i hög utsträckning, vilket innebär att potentiella användare själva initierar diskussionen om förskrivning av Tendo OneGrip gentemot sina vårdkontakter. Vi ser att detta bland annat kommer kräva ökad varumärkeskännetecken, användarreferenser och ambassadörer, vilket vi bedömer kommer ta tid att uppnå. Avseende den danska marknaden påbörjade bolagets distributör Bandagist Jan Nielsen marknadsbearbetning mot både användare och kliniker, vilket var ett steg i rätt riktning. Angående den norska marknaden angavs dock inga nya besked.

Positivt var att det fria kassaflödet förbättrades i kvartalet, även om ett finansieringsbehov fortsatt råder i bolaget. Vår utgångspunkt är i likhet med föregående rapportuppdatering att en finansieringslösning kommer behöva finnas på plats före ingången av 2024. Enligt Tendo arbetar styrelse och ledning aktivt med att säkra finansieringsbehovet både på kort och lång sikt för att säkerställa fundamentet för framtida tillväxt. Vidare bedömer bolaget att tillgången till möjliga finansieringsalternativ är god.

Tendo befinner sig i tidig kommersiell fas och efter rapporten gör vi antaganden om ett fördröjt försäljningsgenombrott. Vi har därför valt att revidera ned våra estimat framåt. Vidare ser vi fortsatt ytterligare en företrädesemission som det mest aktuella finansieringsalternativet i nuläget, vilket kvarstår i vår värdering. Vid nuvarande aktiekurs skulle en hypotetisk kapitalanskaffning om initialt cirka 8,0 MSEK till 30 procent rabatt medföra en utspädning om cirka 66,6 procent.

Hypotetisk kapitalanskaffning	
	Antal aktier
Genomsnittligt antal aktier under Q3'23	11 475 362
Företrädesemission	22 857 143
<b>Genomsnittligt antal aktier efter emissionen</b>	<b>34 332 505</b>
Utspädning*	66,6%
Procentuell ökning av antalet aktier	199,2%

*\*(antalet nya aktier / totalt antalet aktier efter emissionen)*

## Värdering

Key stats			
Antal aktier	11 475 362	Börsvärde (MSEK)	5,7
Aktiekurs (SEK)	0,5	Nettokassa (MSEK)	3,2
		Enterprise value (MSEK)	2,5

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	0,2 MSEK	P/S	31,7
EBIT	-6,5 MSEK	EV/EBIT	<i>neg.</i>
Vinst	-6,5 MSEK	P/E	<i>neg.</i>
FCF	-7,4 MSEK	EV/FCF	<i>neg.</i>

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	1 076,2	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

Nyckeltal			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
<i>n/a</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>



## Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi ett genomsnittligt försäljningspris om 175 KSEK per enhet. Vi utgår från att försäljningen kommer att vara knapphändig under 2023 som en följd av att försäljningsprocessen främst på den svenska marknaden förväntas ta längre tid än beräknat. Baserat på våra försäljningsprognoser och bolagets burn rate räknar vi med att ytterligare en finansieringslösning kommer behöva finnas på plats före ingången av 2024.

Under 2024 förväntar vi oss att ett högre upptag av patienter kan nås till följd av att marknadsnärvaron i Sverige och Danmark ökat samt att expansionen till Norge är inledd. Vi utgår dock från att försäljningen fortsatt sker i begränsad skala, men att varumärkeskännetecken om Tendo OneGrip har blivit mer utbredd. Vidare utgår vi från att processen inleds med en CE-märkt version av Tendo OneGrip och ISO-certifiering i enlighet med ISO 13485, vilket följs av ökade rörelsekostnader som sedan avtar efterföljande år.

Vi räknar därmed att den internationella expansionen kommer ske under det andra halvåret av 2025, vilket tillsammans med ökad genomslagskraft på den skandinaviska marknaden, föranleder den stora försäljningsökningen under 2025 och 2026. Enligt våra prognoser kommer Tendo dock inte att vara lönsamt under vår estimerade tidsperiod och därför är det troligt att ytterligare finansiering kommer krävas. Slutligen befinner sig Tendo fortfarande i tidig kommersiell fas - därmed är det viktigt med förståelse för att prognoserna (och värderingen) är förknippade med hög osäkerhet.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>4,4</b>	<b>9,1</b>
% y-o-y	n/a	n/a	352,0%	175,0%	106,8%
Aktiverat arbete	5,3	4,2	2,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,3	0,8	3,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,6</b>	<b>4,4</b>	<b>9,1</b>
<i>P/S</i>	<i>n/a</i>	<i>16,2</i>	<i>3,6</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>
<i>Bruttomarginal*</i>	<i>n/a</i>	<i>45,0%</i>	<i>47,0%</i>	<i>48,0%</i>	<i>50,0%</i>
% y-o-y	n/a	n/a	368,1%	180,4%	119,0%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>10,4</b>	<b>12,9</b>	<b>17,5</b>	<b>14,6</b>	<b>16,7</b>
% y-o-y	257,4%	24,0%	35,7%	-16,6%	14,4%
<b>EBIT**</b>	<b>-4,8</b>	<b>-7,6</b>	<b>-11,8</b>	<b>-12,5</b>	<b>-12,1</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>- neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
% y-o-y	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

\*Exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

\*\*Inklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

Vi har valt att värdera Tendo utifrån en multipel om 2x Sales för 2026E. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Vi anser att bolaget bör värderas utifrån en säkerhetsmarginal om 50 procent med anledning av att estimaten ligger långt fram i tiden, Tendo fortfarande befinner sig i tidig kommersiell fas och att den finansiella ställningen är ansträngd.

	Värdering			
	Multipel	Sales 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	2	9,1	18,2	0,53
Säkerhetsmarginal (50%)	2	4,6	9,1	0,27

Nedan följer potentiell avkastning för 2026E om Tendo utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal om 50 procent.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,06	6,0%	2,0%	0,53	-47,0%	-19,1%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade omsättning för 2026E, där utfallet redovisas vid olika angivna Sales-multiplar.

	Känslighetsanalys					
	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (50%)		
Salesx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
1	9,1	0,3	-47,0%	4,6	0,1	-73,5%
1,5	13,7	0,4	-20,5%	6,8	0,2	-60,2%
<b>2</b>	<b>18,2</b>	<b>0,5</b>	<b>6,0%</b>	<b>9,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-47,0%</b>
2,5	22,8	0,7	32,5%	11,4	0,3	-33,7%
3	27,3	0,8	59,0%	13,7	0,4	-20,5%
3,5	36,4	1,1	112,0%	18,2	0,5	6,0%

I vårt huvudscenario och med en applicerad säkerhetsmarginal om 50 procent ser vi en nedsida om 47,0 procent baserat på våra estimat för 2026E. I scenariot och med en exkluderat säkerhetsmarginal ser vi i stället en uppsida om 6,0 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 34 332 505, vilket är vår framtida initiala estimering efter att ytterligare en nyemission genomförts.

## Källor

1. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-meddelar-utfall-i-optionsinlosen-31ff81ad>
2. [https://www.youtube.com/watch?v=yGP1y\\_QzasY&t=2s](https://www.youtube.com/watch?v=yGP1y_QzasY&t=2s)
3. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-tendo-deltar-pa-flera-svenska-massor-under-hosten-2023-00e18b41>
4. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-tendo-gar-framat-i-ce-markningsprocessen-00af46a9>
5. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-tendo-beviljas-patent-i-australien-9938ca0d>
6. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-tendo-gar-mot-iso-certifiering-8333aaf3>
7. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-tendo-rekryterar-ga-ra-manager-anstaller-maria-lopez-b295e287>

## 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

---

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