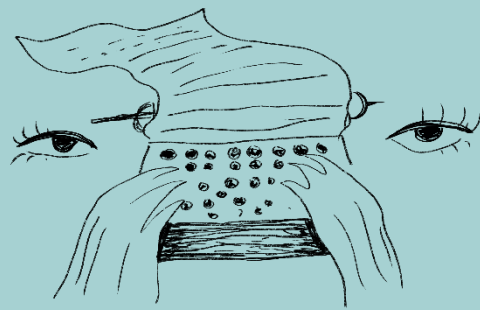




# Tendo

Fyller ett tydligt behov på marknaden



En ryggmärgsskada leder till förlamning och förändrar livet på ett ögonblick. Alla självklarheter som tidigare tagits för givet förändras eller upphör plötsligt.

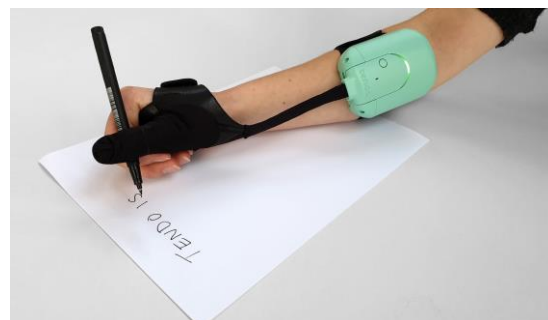
Tendo är ett medicintekniskt bolag som grundades 2016 med ambitionen att hjälpa personer med begränsad handfunktion. Bolaget utvecklar en användarvänlig robohandske som ska hjälpa ryggmärgsskadade att greppa, hålla och släppa objekt. Produkten kräver inga kirurgiska ingrepp eller existerande handfunktion.

Vidare är produkten utvecklad tillsammans med ryggmärgsskadade och anpassad efter målgruppens unika behov. Vi tror att det ökar möjligheterna för en god marknadsintroduktion som förväntas ske i början av 2023 på den skandinaviska marknaden. Bolaget har hittills exekverat i linje med kommunicerad tidsplan och lanseringen kommer innebära introduktion på en snabbt växande marknad där acceptansen för robotik ökat.

Den patenterade tekniken går att anpassa efter nya målgrupper och har stor potential på sikt. Bolaget har för avsikt att vidareutveckla tekniken för att assistera nya målgrupper och kroppsdelar såsom armar, fötter och knän. Vi bedömer att Tendo har goda möjligheter att expandera inom nya marknader.

## Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	TENDO
VD	Sofie Woge
Aktiekurs	4,43 SEK
Börsvärde	29 MSEK
Enterprise Value	30 MSEK
Insiderägande	40,06%
Antal aktier	6 480 000
Sektor	Sjukvård



## Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Twitter: @silwerskold

tendo

## Key insights



### Produkt

Bolaget utvecklar produkten Tendo OneGrip och är initialt fokuserade på ryggmärgsskadade. Tendo har vad vi erfar den mest spännande och användarvänliga lösningen, vilket borde skapa goda möjligheter för tillväxt.



### Expansion

Vi ser positivt på att Tendo initialt har valt att fokusera på en mindre 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 marknad.



### Teamet

Tendo har en erfaren och kompetent styrelse. Vi tycker det är intressant att bolaget lyckats attrahera dessa personer. Insiderägandet är högt, vilket sänder ett positivt signalvärde om att möjligheterna och tron på Tendo är stora hos insiders.

“Vi står väl rustade för vår väg mot marknads lansering”  
- Sofie Woge

## Investeringscase

- Användarvänlig produkt som är utvecklad tillsammans med målgruppen
- Modest konkurrens
- Exekverar i linje med kommunicerad tidsplan
- Affärsmodellen möjliggör validering av tekniken i snabb takt
- Goda möjligheter att vidareutveckla tekniken för att nå en mycket stor marknad
- Erfaren och kompetent styrelse
- Högt insiderägande
- Värdering indikerar uppsida

## Tendo OneGrip

Tendo utvecklar en så kallad exoskeletthandske vid namn Tendo OneGrip, som är ett robotiserat hjälpmedel för personer med funktionsnedsättning i handen till följd av en ryggmärgsskada. Produkten består av en handske, en styrenhet och en sensorenhet. När handsken träs över tummen fångar smarta sensorer direkt upp minsta lilla ingivelse till rörelse som finns kvar i den förlamades arm eller handled och omvandlar dessa signaler till att skapa en greppfunktion i tummen. Tummen utgör nyckelgreppet i handen och genom att återskapa greppfunktionen i tummen kan användaren utföra vardagliga saker såsom att äta, dricka och skriva. Tendo OneGrip tillför både funktion och styrka som gör det möjligt för användaren att greppa, hålla och släppa objekt.



Produkten är utvecklad tillsammans med ryggmärgsskadade och anpassad efter målgruppens unika behov. Det krävs exempelvis ingen existerande handfunktion för att tekniken ska fungera. Vidare är produkten minimalistisk och väger under 200 gram. Detta är särskilt viktigt eftersom förlamade ofta saknar handfunktion och inte har styrka nog att bära runt på ett tungt hjälpmedel hela dagen.

Vi ser väldigt positivt på att produkten är utvecklad tillsammans med målgruppen. Det säkerställer att produkten är användarvänlig och uppfyller rätt behov. Vi upplever det enkelt att förstå värdet och nyttan med produkten samt tycker att Tendo OneGrip särskiljer sig tydligt från befintliga och konkurrerande lösningar.

### Tendo OneGrip

- Specialanpassad
- Kräver ingen existerande handfunktion
- Intuitiv styrning
- Tillför både funktion och styrka
- Både öppnar och stänger greppet
- Minimalistisk
- Väger under 200g
- Batteridrivna och räcker minst en dag



## Trovärdighet av produkten

Kalqyl har intervjuat Erik Mared som fick en hög ryggmärgsskada när han dök i grunt vatten för cirka 25 år sedan. Han blev förlamad i nästan hela kroppen, men har kvar en del av funktionen i ena armen. Efter flertalet operationer och hård rehabilitering fick Erik tillbaka lite av handfunktionen. Greppförmågan lyckades dock inte återskapas och Erik är fortsatt beroende av personlig assistans för att utföra dagliga aktiviteter.

---

*"Med hjälp av Tendo OneGrip kunde jag greppa föremål för första gången på 25 år"*

---

Erik har en bakgrund som investerare och uppmärksammade Tendo för första gången via en startup-konferens där affärsidén presenterades. Han insåg bolagets potential och efter att ha pratat med ledningen bestämde han sig för att investera i Tendo. Erik har sedan dess varit med i produktutvecklingen och är en stor resurs samt viktig källa till information om ryggmärgsskadade. Teknikens funktionsenliga potential fick han bekräftat när han för första gången testade Tendo OneGrip och kunde greppa föremål redan efter ett par sekunder. På ett ögonblick ökade hans självständighet markant och nya möjligheter öppnade sig. Vidare berättade Erik att detta även stärkte hans mentala hälsotillstånd.

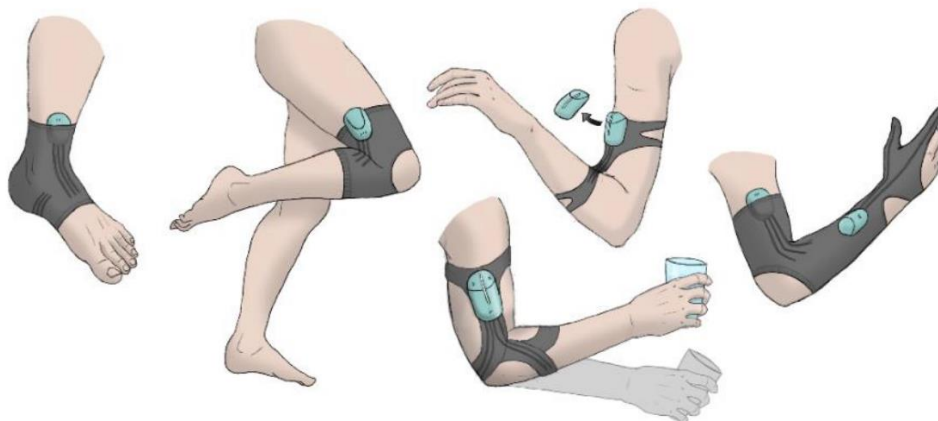
Erik är övertygad om att Tendo har potential att hjälpa många ryggmärgsskadade. Han har en stark tro på VD och det övriga teamet. Erik är en av bolagets största aktieägare via företaget Escritura AB som äger 567 500 aktier, motsvarande cirka 2,5 MSEK.

Sammanfattningsvis tycker vi att användarberättelsen och Eriks stora ägande visar på att produkten potentiellt fungerar och kan skapa stort värde. Tillsammans med Erik har Tendo besökt patientorganisationer och kliniker för att låta ryggmärgsskadade interagera med produkten samt erhålla värdefull feedback. Vi bedömer att Tendo på ett föredömligt sätt säkerställt att produkten är framtagen specifikt för målgruppen och fyller ett verkligt behov. Det som också validerar tekniken är att Tendo blivit utsedda till Europas främsta robot-startup genom acceleratorprogrammet RobotUnion samt att tekniken presenterats för välkända forskare på en världskongress i Japan vid namn International Society for Prosthetics and Orthotics. Detta i konkurrens från 700 sökande. Vår samlade uppfattning är att Tendo OneGrip är ett exoskelett som ryggmärgsskadade kan använda och ha stor nytta av.

## Större potential på sikt

Efter marknadsintroduktionen i Skandinavien ämnar Tendo påbörja den globala expansionen. Den patenterade tekniken går även att anpassa efter nya målgrupper. I framtiden finns potential att utveckla en mer standardiserad produkt till nya målgrupper såsom äldre personer, strokepatienter, multipel skleros eller reumatiker med nedsatt handfunktion.

Samma teknik med samma patentskydd har också möjlighet att vidareutvecklas för att assistera andra kroppsdelar såsom armar, fötter eller knän. Det finns ett behov för personer med andra typer av funktionsnedsättningar som exempelvis droppfotssyndrom och Parkinsons sjukdom att förbättra kroppsfunktioner.



Vi ser positivt på att bolaget initialt är fokuserade på handfunktion och ryggmärgsskadade. Handen är en komplex kroppsdel och greppfunktionen är svårast att återskapa. För att en expansion ska ske behöver tekniken först valideras, vilket bolagets affärsmodell möjliggör kan ske i snabb takt.

## Affärsmodell

Komponenterna till Tendo OneGrip kommer tillverkas av externa partners för att sedan slutmonteras av bolaget. I dagsläget har bolaget ett patent på den svenska- och europeiska marknaden kopplat till mekaniken som bland annat möjliggör öppning och stängning på samma system samt att styrkan i greppet bibehålls utan att motorerna behöver köra, vilket resulterar i att produkten är liten och energieffektiv. Arbete sker kontinuerligt för att ansöka om fler patent. Bolaget har pågående patentansökningar i USA, Japan, Australien och Kanada.

Tendo OneGrip kommer anpassas till varje individ efter en skriftlig anvisning från läkare. Specialanpassningen är ett måste för att tillgodose målgruppens behov och det gör att vägen till marknaden är betydligt enklare och snabbare. Detta eftersom specialanpassade hjälpmedel inte ska CE-märkas och Tendo behöver därför inte genomgå en tids- och kostnadskrävande process. I synnerhet nu när det nya regelverket MDR tillkommit. Det är en kortare regulatorisk process till marknaden som snabbare kan generera intäkter och värdefull information från användare.

Vidare är det den aktuella kliniken som beslutar om specialanpassade produkter. Tendo OneGrip behöver därför heller inte upphandlas enligt lagen om offentlig upphandling. Vården för ryggmärgsskadade är mer eller mindre centraliserad i hela Skandinavien. Enligt uppgift från bolaget håller Sverige exempelvis på att centraliseras till fyra kliniker. I Danmark når Tendo patienterna genom två kliniker och i Norge är det endast en handfull kliniker. Det som skiljer länderna är främst vem som finansierar specialanpassade produkter. I Sverige är det regionerna som står för kostnaden, i Danmark kommunerna och i Norge motsvarande Försäkringskassan som vi har i Sverige. Vi ser stora möjligheter med att vården för ryggmärgsskadade är centraliserad. Tendo behöver endast få fotfäste hos ett fåtal specialistkliniker för att nå alla patienter i hela Skandinavien.

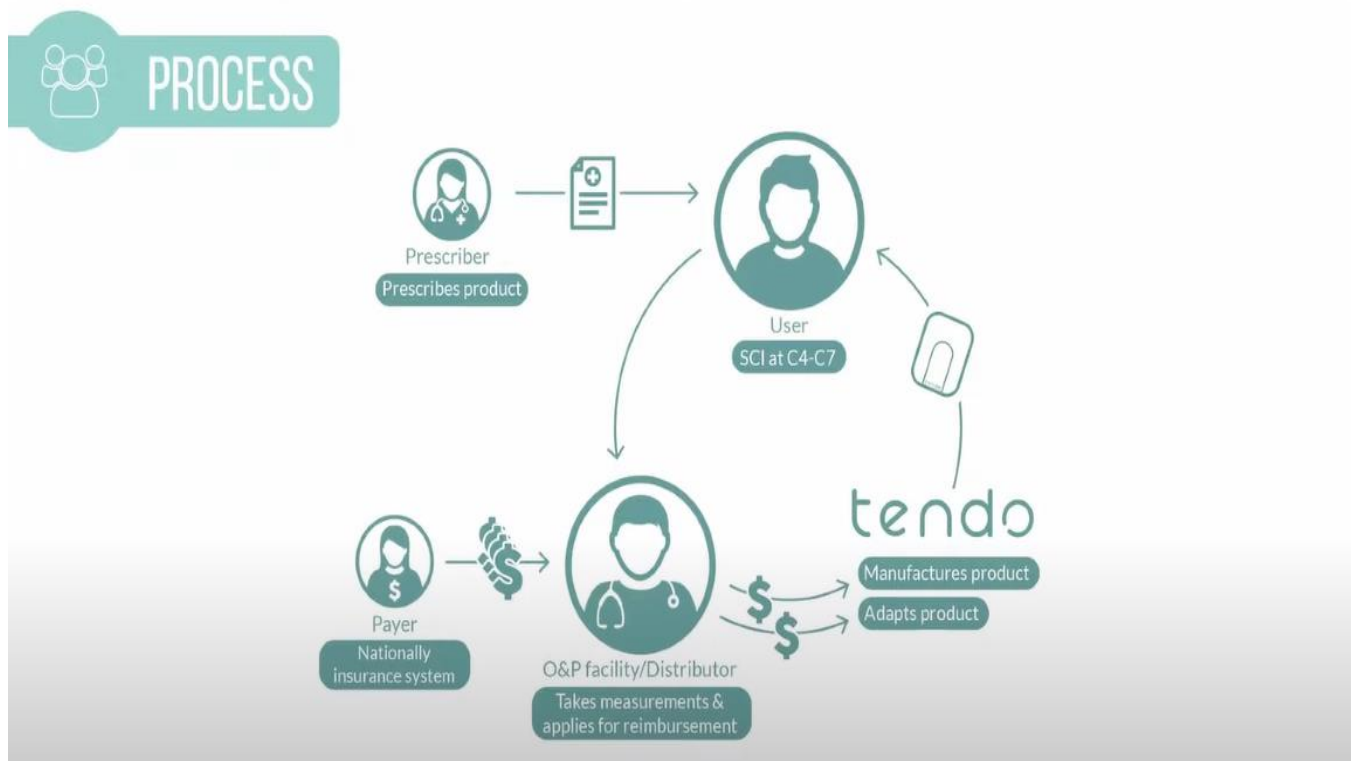
Det kommer vara en kritisk faktor för Tendo att ingå samarbetsavtal med specialistkliniker. Tendo för dialoger med flera kliniker och bolaget har redan ingått en avsiktsförklaring med Region Hovedstaden/Rigshospitalet som är en av specialistklinikerna i Danmark. Tendo har en erkänt duktig ortopedingenjör i styrelsen som arbetar med specialanpassningsprocesser på sjukhus. Detta betraktar vi som positivt eftersom han är väl insatt i hur processerna fungerar och har ett stort nätverk. Vi bedömer att detta tillsammans med tekniken ökar bolagets möjligheter att ingå avtal.

### Försäljningsprocess

Läkaren förskriver produkten till patienten. Patienten får sedan träffa en ortopedingenjör som undersöker och tar mått. Ortopedingenjören ansvarar därefter för att ansöka om ersättning från betalaren eller stöttar patienten att ansöka själv. När ansökan är godkänd skickas relevant information över till Tendo som specialanpassar produkten.

Priset för Tendo OneGrip kommer vara cirka 150-200 KSEK och den initiala försäljningen förväntas vara småskalig till bruttomarginaler om 40-50 %. Det kommer således inte kräva några större investeringar i sälj- och tillverkningsorganisation. Vi räknar med att bolaget endast kommer behöva rekrytera en till två personer för att stödja anpassningsprocessen efter 100-200 sålda enheter.

Vidare är en ryggmärgsskada kronisk och permanent. Målgruppen går därför att definieras som återkommande kunder. Bolaget beräknar den bedömda livslängden på tekniken till minst ett år och när livslängden är slut kommer den behöva ersättas med en ny eller repareras. Tyget på handsken kommer sannolikt behöva bytas ut oftare. Vi ser tillfälligheter att addera merförsäljning genom förbrukningsartiklar, serviceavtal, utbildningar samt certifieringar. Vår bedömning är att Tendo har möjligheter att säkra repetitiva intäkter under en användares livstid.



## Marknaden

I Sverige finns cirka 6 000 personer med en ryggmärgsskada och antalet människor har varit relativt konstant de senaste 40 åren. Varje år sker det cirka 300 nya fall i Sverige, enligt organisationen [Neuro](#). Summerar vi hela Europa, USA och Japan uppgår målgruppen till cirka 600 000 personer, där 25 % anses vara lämpliga för Tendo OneGrip, vilket innebär en potentiell marknad på cirka 30 miljarder SEK.

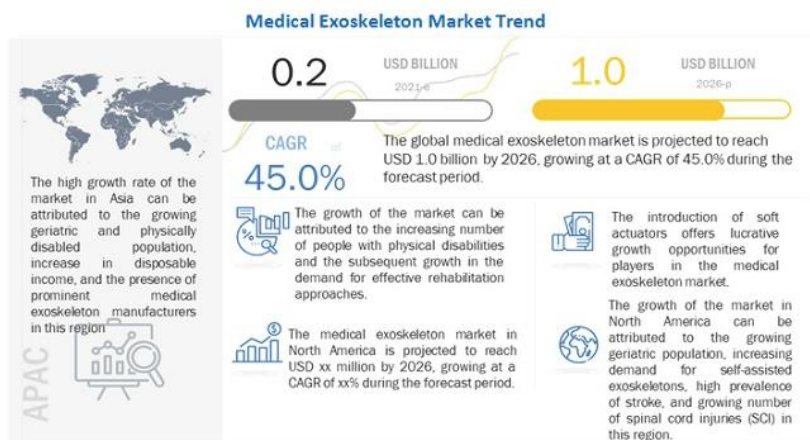
Tendos primära målgrupp är patienter med en skada på kotorna C5-C6. Där är behovet, värdet och nyttan med Tendo OneGrip som störst. Ju högre nyttan är, desto större är även chansen att produkten blir ersatt av nationella välfärdssystem. Skadan sitter högt upp i nacken, vilket medför att förlamningen är från bröstet och nedåt. Varje skada är dock unik och funktionen i kroppen samt behoven i vardagen kan skilja sig åt. Ryggmärgsskadade med funktionsnedsättningar i händerna har vanligtvis personlig assistans dygnet runt eftersom det är svårt och kostsamt för vården att återskapa greppfunktionen genom operation och rehabilitering. Robotiserade hjälpmedel har därför utvecklats för att minska behovet av personlig assistans.

Vi bedömer att marknaden till stor del är användardriven och att det kommer vara till stor fördel för Tendo om fler ambassadörer likt Erik påvisar nyttan med tekniken. Vi ser att det kommer sätta stor press på vården om patienter särskilt efterfrågar Tendo OneGrip. Vidare finns incitament för vården om patientens självständighet ökar och behovet av personlig assistans minskar. En minskning med enbart en timme av personlig assistans kan i Sverige innebära kostnadsbesparingar om cirka 115-130 KSEK per år och användare.

Med ovanstående information kan vi konstatera att Tendos potentiella marknad initialt är nischad och begränsad. Vi tycker att bolagets strategi att starta med försäljning till ryggmärgsskadade är ett bra sätt för att få ut produkten snabbt och validera tekniken för att därefter bredda såväl målgrupp som inkomstmöjligheter.

Det är exempelvis flera målgrupper som lider av nedsatt handfunktion. Uppskattningsvis har cirka 5 procent av västvärldens befolkning dysfunktionell greppfunktion till följd av exempelvis ålder, stroke, multipel skleros eller reumatism. Detta motsvarar en potentiell målgrupp om cirka 50 miljoner användare.

Den globala marknaden för exoskelett förväntas växa och vara värd cirka 1 miljard SEK år 2026, enligt [Markets and markets](#). Marknaden i stort präglas av flera intressanta trender. Befolkningen ökar och fler funktionsnedsättningar inträffar till följd av att vi lever längre. Detta medför att fler behöver hjälp i vardagen samtidigt som vården behöver avlastas. För att minska trycket på vården kommer det vara viktigt att fler personer fortsätter bo hemma, vilket ställer allt högre krav på olika medicinska hjälpmedel. Det finns ett




omfattande behov av att hjälpa patienter att få tillbaka basala funktioner som exempelvis greppförmåga. Detta har lett till att den allmänna acceptansen för robotik ökat.

## Konkurrens och hinder

Vi tycker att Tendo OneGrip särskiljer sig från konkurrerande lösningar. De flesta robotiserade hjälpmedel kräver någon form av existerande handfunktion och kan därmed inte hjälpa ryggmärgsskadade. Vidare upplever vi befintliga produkter som stora och klumpiga med begränsade funktioner. Vår uppfattning är att konkurrerande hjälpmedel främst är anpassade för att hjälpa andra målgrupper än ryggmärgsskadade.

Konkurrerande lösningar är främst NeoMano, MyoPro och Carbonhand. NeoMano är en typ av handske som styrs med fjärrkontroll. Motorerna sitter på handen vilket är tyngre för användaren att lyfta. MyoPro kräver en rem över bröstet för att den ska orka bäras. Vidare har den en klo ute på handen som utgör greppet. Carbonhand har en greppförstärkande handske som aktiveras först när användaren sluter handen om objektet.

	Tendo	NeoMano	MyoPro	Carbonhand
<200g weight	✓	✗	✗	✗
Both opens and closes grip	✓	✓	✓	✗
Intuitive control	✓	✗	✓	✓



Tendo OneGrip har flera konkurrensfördelar som ökar möjligheterna. Produkten är liten och smidig samt väger endast en fjärdedel av närmaste konkurrerande hjälpmedel. Utöver detta har produkten en intuitiv styrning som både öppnar och stänger greppet. Det krävs således ingen existerande handfunktion. Vår slutsats är att konkurrenssituationen är modest inom segmentet ryggmärgsskadade och vi bedömer att den kommer fortsätta vara låg med tanke på den begränsade marknadsstorleken.

Tendo OneGrip befinner sig fortfarande i utvecklingsfas och förväntas introduceras på marknaden inom kort. Vi ser positivt på att det redan finns en befintlig ersättningsmodell från nationella välfärdssystem. Det brukar i regel underlätta processen att etablera en ny medicinteknisk teknologi. Prisnivån på Tendo OneGrip är dock högre än konkurrenters, exklusive MyoPro. Konkurrerande produkter är dock inte specialanpassade, vilket är billigare att tillverka. Utöver prisnivån är



hälsovårdssektorn konservativ och nya produkter brukar ofta mötas av skepticism, vilket kan vara ytterligare en barriär.

Vi bedömer att litteratur- och kliniska studier med bevisad effekt kommer vara betydelsefulla för att skapa förtroende för produkten och öka betalningsviljan. Även fysiska mässor kommer vara viktiga där bolaget kan sprida kunskap och knyta kontakter. Vår tro är att lokala, nationella och globala publikationer som påvisar produktens nytta i kombination med marknadsföringsaktiviteter och patienter som sätter press på vården kommer vara nyckelfaktorer för att lättare ta sig in på marknaden samt få försäljningen att skala.

På längre sikt går det dock inte att utesluta högre konkurrens i takt med att bolaget expanderar till nya målgrupper. Den globala ortosmarknaden där exoskelett är inkluderad är stor och förväntas växa snabbt. Det finns därför troligen aktörer som kommer utveckla och lansera konkurrerande produkter på dessa marknader.

## Ledning och styrelse

Tendo har en mindre organisation. Styrelsen är dock större och kompetensen samt erfarenheten bedöms stark. Vi tycker det är intressant att bolaget lyckats attrahera personer till styrelsen med lång erfarenhet av forsknings- och utvecklingsarbete inom medicinteknik samt ortopedteknik. Insiderägandet är högt och det sänder ett positivt signalvärde om att möjligheterna och tron på Tendo är stora hos insiders. Vi har nedan valt ut vilka vi anser är viktiga nyckelpersoner.

### **Sofie Woge, VD, styrelseledamot och medgrundare**

Sofie är VD och styrelseledamot sedan 2016. Hon har en masterexamen i industridesign vid Lunds universitet. Hon utvecklade ett koncept på en handske som skulle ge artificiell styrka till astronauter i rymden under en designkurs hos NASA i Houston. Hon insåg snabbt potentialen med idén och utvecklingen resulterade i Tendo. Tendo är hennes första stora projekt.

*Sofie äger 1 261 000 aktier, motsvarande cirka 5,6 MSEK.*



### **Pontus Renmarker, utvecklingsansvarig, styrelseledamot och medgrundare**

Pontus är utvecklingsansvarig och styrelseledamot sedan 2020. Han har erfarenhet inom elektronik, mjukvara och robotik. Pontus har studerat maskinteknik med inriktning mekatronik och har tidigare arbetat med robotik och LEAN på Toyota.

*Pontus äger 606 500 aktier, motsvarande cirka 2,7 MSEK.*



**Bengt Söderberg, styrelseledamot**

Bengt är styrelseledamot sedan 2022 och besitter lång erfarenhet inom ortopedteknik. Han har arbetat som ortopedingenjör under större delen av sin yrkeskarriär och har startat flera ortopedtekniska center globalt, bland annat i Sverige, Polen och Thailand. Vidare har han varit internationell president för branschorganisationen International Society for Prosthetics and Orthotics. Utöver detta har Bengt publicerat flertalet vetenskapliga artiklar inom ortopedteknik. Vi kan konstatera att Bengt är ett stort och erkänt namn inom sitt verksamhetsområde.



*Bengt äger genom Skandinaviska Ortopedtekniska Laboratoriet AB pensionsstiftelse 92 000 aktier, motsvarande cirka 0,4 MSEK.*

**Anna-Tove Brånemark, styrelseledamot**

Anna är styrelseledamot sedan 2022 och arbetar sedan mer än elva år tillbaka på Integrum AB som har utvecklat ett nytt sätt att behandla amputerade patienter. Hon har haft flera ledande befattningsroller inom Integrum såsom VD. För närvarande innehar Anna rollen som Clinical Supervisor Konsult i USA dit bolaget expanderat framgångsrikt. Vi ser många likheter mellan Integrum och vad Tendo ämnar genomföra. Integrum startade exempelvis i Skandinavien med fyra anställda och har sedan dess växt både organisation, omsättning såväl som vinst kraftigt.



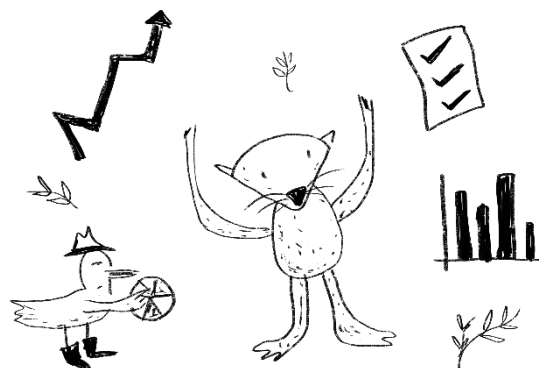
*Anna äger inga aktier i Tendo. Vi ser det som ett starkt signalvärde om Anna beslutar sig för att köpa aktier i bolaget.*

**Ägarbild**

*Sofie Woge	19,46%
*Henrik Nilsson	9,37%
*Pontus Renmarker	9,36%
*Robin Gustafsson	9,36%
Escritura AB	8,76%
Bertil Allard Holding AB	8,76%
Peter Nilsson	2,29%
John Moll	2,29%
Kjell Nilsson	1,83%
Stefan Lundgren	1,49%

\* = Insiders

*Insiderägande = 40,06%*



## Tidsplan

Tidsplanen förskjuts ofta i bolag som befinner sig i tidiga skeden. Vi ser därför positivt på att Tendo hittills följt kommunicerad tidslinje. Bolaget har nyligen fått in god kompetens och ingått flera samarbetsavtal. Flera aktiviteter i tidsplanen är påbörjade.

2022	2023
<b>Q2</b> -Notering på Spotlight Stock Market.  -Rekrytering av projektledare och mekanikingenjör.	<b>Q1</b> -Marknadslansering av Tendo OneGrip i Skandinavien.
<b>Q3</b> -Tillhandahålla kvalitetsledningssystem som följer ISO 13485*.	<b>Q2</b> -Teckningsoptionsinlösen, vilket kan tillföra Bolaget maximalt cirka 11,25 MSEK.  -Klinisk studie påbörjas.
<b>Q4</b> -Litteraturstudie slutförs.  -Användbarhetsstudie slutförs.	-Vidareutveckling av befintlig produkt.
	<b>Q3</b> -Påbörja global expansion**, bl.a. ingå avtal med möjliga partners.

Nyligen tecknade Tendo ett samarbete med ImproveMatic som ska hjälpa bolaget att utveckla och färdigställa ett kvalitetsledningssystem i enlighet med ISO 13485. Vidare kommer Tendo påbörja en litteratur- och användbarhetsstudie som ska räcka för att sälja produkten specialanpassad. Därefter väntar marknadslansering i Skandinavien.

En vidareutveckling av Tendo OneGrip kommer behöva CE-märkas och den kliniska studien som ska påbörjas under 2023 kommer användas i försäljningssyfte och ligga till grund för framtida CE-märkning. I slutet av 2023 ämnar bolaget påbörja arbetet inför den globala expansionen.

## Teckningsoptioner

Kapitalet som togs in i samband med börsnoteringen bedömer vi kommer räcka till marknadsintroduktion. Tendo har utomstående teckningsoptioner (Tendo TO1) som emitterades i samband med börsnotering. Teckningsoptionen innebär en möjlighet att för varje teckningsoption teckna en ny aktie för 70 procent av aktiepriset inom intervallet 6,75-8,10 SEK under perioden Q2 2023. Samtliga teckningsoptioner kommer tillföra bolaget cirka 10,45 MSEK och öka antalet aktier med cirka 18 procent. Kapitalet ska användas för att vidareutveckla verksamheten och tillväxtplanerna fram till och med Q1 2024.

Aktiekursen står idag i 4,43 SEK, vilket är cirka 65 procent upp till det lägsta intervallet om 6,75 SEK. Vi ser att det kommer hämma Tendos tillväxtplaner om önskat kapital inte tillförs. Bolaget bör dock ha möjligheter att ta upp lån eller ansöka om bidrag. Tendo var exempelvis innan börsnoteringen finansierade av bidrag till cirka 50 procent.

## Finansiella mål

Under förutsättning att tidsplanen införlivas är Tendos finansiella målsättning att vara ett lönsamt bolag ett år efter marknadsintroduktion, det vill säga i Q1 2024. Därpå är målsättningen att den genomsnittliga årliga tillväxttakten ska uppgå till 80-110 procent under de tre kommande verksamhetsåren för att nå cirka 100 MSEK i omsättning 2026. Den kortsiktiga EBITDA-marginalen ska öka från cirka 20-35 procent till cirka 60-70 procent på medellång sikt.

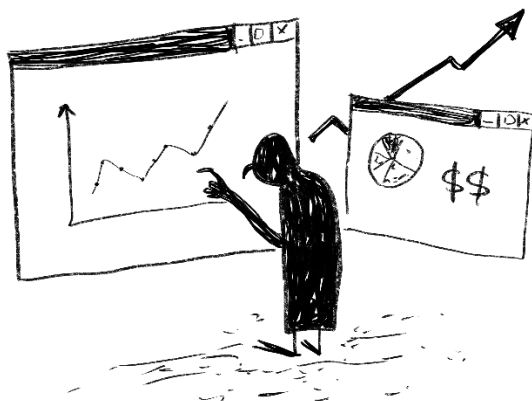
## Värdering

Tendos aktie är ned cirka 30 procent sedan börsnoteringen i april 2022 (OMXSPI har gått ned cirka 6 procent under samma period). Vi bedömer att utvecklingen främst reflekterar att bolaget inte har någon försäljningen och att marknaden betraktar både teknik samt tidsplan som osäker. Vi anser att bolaget behöver fortsätta realisera viktiga milstolpar i tid för att skapa ökat förtroende hos befintliga och nya aktieägare.

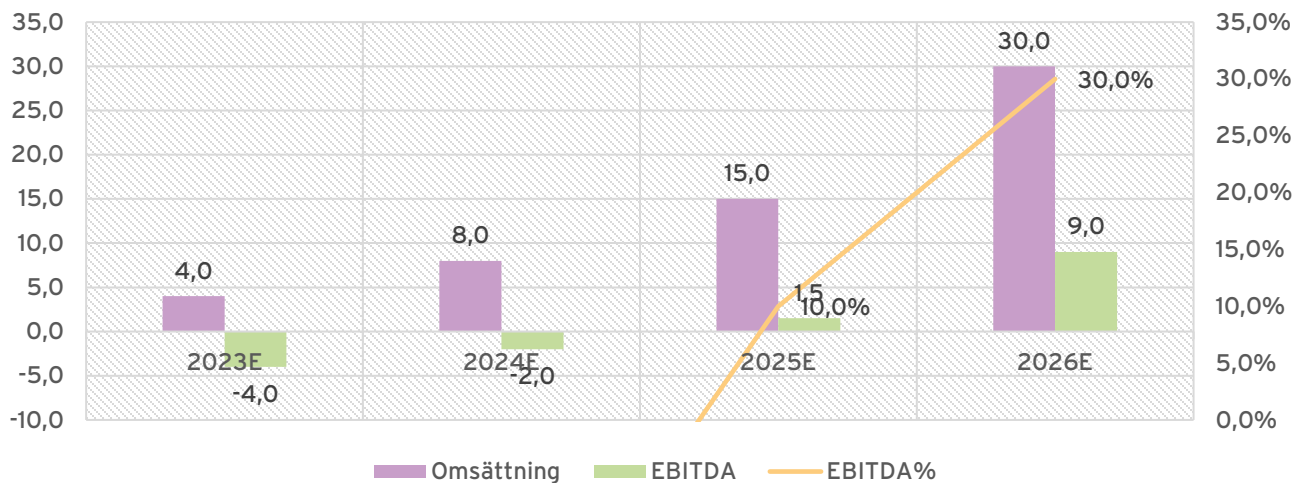
Vår uppfattning om tekniken är positiv och vi tror att Tendo OneGrip är ett exoskelett som ryggmärgsskadade kan använda och ha stor nytta av. Vidare upplever vi bolaget som strategiska och tidseffektiva. Om tidsplanen införlivas och tekniken valideras av användare ser vi att uppsidan i aktien är hög. Tendo har idag ett börsvärde om cirka 29 MSEK och vår syn är att aktiemarknadens förväntningar är lågt ställda.

### Försäljningsprognos

Innan vi vågar tro på bolagets finansiella målsättning vill vi se att tidsplanen fortsätter införlivas och att tekniken valideras samt försäljningen ökar. Det kommer rimligtvis vara enkelt att sälja ett fåtal enheter, men tiden det tar att få proof of concept på flera marknader är i nuläget svårt att uppskatta. Vi estimerar att bolaget har goda förutsättningar att nå en omsättning om cirka 30 MSEK 2026. Vid en försäljning om cirka 30 MSEK tror vi att bolaget är lönsamt och att EBITDA-marginalen kan uppgå till cirka 30 procent. Det krävs endast en försäljning om cirka 150 enheter för att nå dit förutsatt att priset är 200 KSEK per enhet.



## Omsättning and EBITDA



## Multipelbaserad värdering

Vi ser att bolagets affärsmodell kommer möjliggöra en stark marginalexpansion under de kommande åren. Som tidigare nämnt räknar vi exempelvis endast med att Tendo kommer behöva rekrytera en till två personer efter 100-200 sålda enheter för att stödja anpassningsprocessen. I takt med att bolaget levererar tillväxt och validerar tekniken bedömer vi att fokus från aktiemarknaden succesivt kommer ligga allt längre fram och att detta kan motivera en EV/EBITDA-multipel om 14x 2026E. Det finns en stor potentiell marknad att fortsätta växa på.

På denna prognos kommer börsvärdet uppgå till cirka 126 MSEK 2026, vilket är en potentiell uppsida på cirka 210 procent.

Nettoomsättning (MSEK):	2026E	30
EV/EBITDA:		14
Potentiell aktiekurs:		16,5 SEK



En av flera faktorer som vi ser kommer vara avgörande för den kortsiktiga försäljningen är hur fort och väl bolaget kan ingå samarbetsavtal med specialistkliniker i Skandinavien. Vidare kommer försäljningen påverkas av hur lång tid det kommer ta från beställning till leverans av den slutgiltiga produkten. Det är vanligt att beslut om inköp av en medicinteknisk produkt läggs in i budgeten ett år för att sedan köpas in året därefter. Notera att vi i denna prognos tagit hänsyn till att bolaget tillförs 10,75 MSEK som ökar antalet aktier med cirka 18 procent.

## Scenarioanalys

För att ge en mer dynamisk bild av vår värdering av Tendo redovisar vi även hur bolagets värdering kan påverkas i ett mer optimistiskt respektive pessimistiskt scenario.

### Optimistiskt scenario

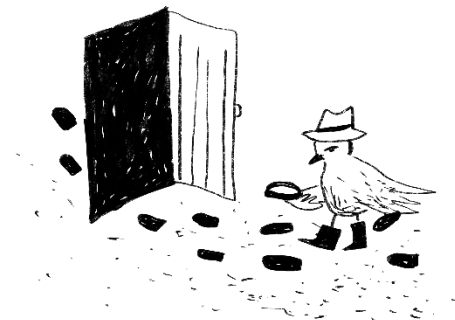
I vårt optimistiska scenario antar vi att tidsplanen införlivas och att Tendo ingår samarbetsavtal med flertalet specialistkliniker i Skandinavien. Vidare faller expansionen till nya geografiska marknader såväl som målgrupper väl ut. I vårt optimistiska scenario räknar vi med att Tendo når sin finansiella målsättning för 2026, vilket vi ser kommer få stort genomslag på aktien.

### Pessimistiskt scenario

En kommersialisering riskerar att dra ut på tiden även om produkten är lovande och har stor potential. Det krävs att tidsplanen och kommersialiseringssfasen blir lyckad för att bolaget ska undvika att behöva ta in mer kapital än nödvändigt för att driva bolaget vidare. I vårt pessimistiska scenario antar vi att tidsplanen förskjuts och att bolaget inte tillförs önskat kapital vid teckningsoptionen. Vidare är det fortfarande oklart vilken kapacitet nuvarande ägare har att finansiera verksamheten med. I detta scenario kan aktieägare förvänta sig att bli utspädda flera gånger om.

## Främsta risker

- Tekniken är inte kommersiellt gångbar
- Tidsplanen revideras
- Samarbetsavtal med specialistkliniker uteblir
- Nya produkter brukar ofta mötas av skepticism
- Komponentbrister
- Betalningsförmågan från välfärdssystemen överskattas
- Regulatoriska risker
- Risk för ytterligare utspädning
- Beroende av få nyckelpersoner



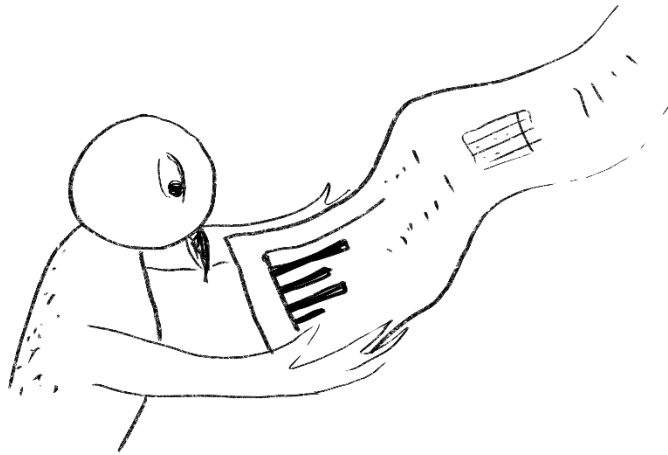
## Summering

Vår uppfattning är att Tendo OneGrip är ett exoskelett som ryggmargsskadade kan använda och ha stor nytta av. Vi ser positivt på att Tendo har valt att fokusera på en mindre målgrupp där stort avtryck kan göras. Vår slutsats är att konkurrenssituationen inom ryggmargsskadade är modest och att den kommer fortsätta vara låg.

Marknadsintroduktion förväntas ske i början av 2023 på den skandinaviska marknaden och bolaget exekverar enligt kommunicerad tidsplan. Tendos 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 marknad. Vi anser att Tendo har goda möjligheter att expandera inom nya marknader. En risk är dock att hälsovårdssektorn är konservativ och nya produkter brukar mötas av skepticism.

Kompetensen och erfarenheten bedöms stark i styrelsen. Vi tycker det är intressant att bolaget lyckats attrahera personer med lång erfarenhet av forsknings- och utvecklingsarbete inom

medicinteknik samt ortopedteknik. Insiderägandet är högt och det sänder ett positivt signalvärde om att möjligheterna och tron på Tendo är stora hos insiders. Investerare bör känna till att möjligheterna likväl riskerna är stora då bolaget inte befinner sig i kommersiell fas. Bedömningen avseende värderingen bör idag framför allt göras på produkten, marknaden, ledning och styrelse.



## Disclaimer

*Ingen på Kalqyl äger aktier i kundbolag på grund av eventuella intressekonflikter. Ingenting du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt. Analysen är oberoende men finansierad.*