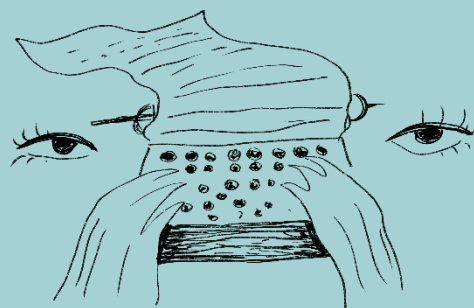


Tendo

Rapportkommentar Q2'22



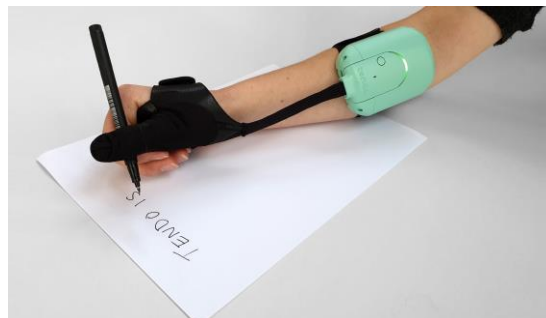
Utvecklingsbolaget Tendo redovisade som förväntat ingen omsättning under det andra kvartalet. Rörelseresultatet för perioden kom in på -1,25 MSEK (-0,2 MSEK). Kostnadsökningen är hänförlig till de aktiviteter som genomförts för att intensifiera arbetet inför den kommande marknadsintroduktionen av produkten Tendo OneGrip, som förväntas ske i början av 2023. Kassan uppgick till 13 MSEK vid utgången av kvartalet, vilket vi bedömer finansierar bolaget fram tills den kommersiella fasen inleds.

Vi är särskilt positiva över nyhetsflödet i kvartalet som indikerar att Tendo följer kommunicerad tidsplan. Med hjälp av utvecklingspartners är bolaget i fas för att slutföra sitt kvalitetsledningssystem samtidigt som slutfasen av produktutvecklingen fortskrider. Utöver detta har Tendo fördjupat samarbetet med en behandlande klinik för att säkerställa produktens kliniska nytta och säkerhet.

Vi upprepar vår positiva syn avseende produkten och dess möjligheter till en god marknads lansering. Vidare löper den operativa verksamheten på enligt våra förväntningar. Vår uppfattning är att kännedomen om Tendo är låg och att detta ihop med aktiemarknadens sedvanliga skepticism till att tidsplaner införlivas är huvudförklaringarna till aktiens konservativa värdering. Vi bedömer att sentimentet kan ändras nu när det finns en tydligare prägel på Tendo som ett bolag nära kommersiell fas.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	TENDO
VD	Sofie Woge
Aktiekurs	3,65 SEK
Antal aktier	6 480 000
Börsvärde	24 MSEK
Enterprise Value	25 MSEK
Insiderägande	40,06%



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 i världen, 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 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.

“Intresset för Bolaget har under en längre tid varit markant hos potentiella användare och samarbetskliniker”.

- VD 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

Kommersialisering i sikte

Resultatmässigt var kvartalsrapporten i linje med våra förväntningar. Tendo uppvisar ännu ingen försäljning, men bolaget följer kommunicerad tidsplan och har under kvartalet tagit ytterligare steg mot kommersialisering. Bolaget tecknade under kvartalet ett samarbetsavtal med företaget ImproveMatic för att utveckla och färdigställa ett kvalitetsledningssystem i enlighet med ISO 13485, vilket behöver genomföras för att säkerställa att produkten uppfyller nuvarande lagkrav. Enligt Tendo håller kvalitetsledningssystemet på att slutföras, vilket är en viktig milstolpe inför Q3. Utöver detta löper de sista justeringarna av produkten på som planerat. Parallellt med dessa milstolpar återstår endast upprättandet av en litteratur- och användarberhetsstudie innan produkten går in i kommersiell fas.

Med anledning av att bolaget inte har några intäkter ännu är det extra viktigt att titta på kassaflödet och storleken på kassan. Tendo hade under kvartalet ett kassaflöde från den löpande verksamheten på drygt -4,9 MSEK. Kassaflödespåverkande har varit flera utvecklingskostnader under kort tid i kombination med större beställningar på kritiska komponenter, vilket har varit betydande att genomföra eftersom det proaktivt säkerställer att bolaget kan leverera produkten när den väl lanseras. Vi räknar med lägre utgifter kommande kvartal och att nuvarande kassaposition om 13 MSEK finansierar bolaget fram till kommersialisering, förutsatt att tidsplanen fortsätter införlivas.

Fördjupat samarbete

Tendo har under våren medverkat och ställt ut på ett flertal mässor, däribland Nordic Spinal Cord Society, som är den nordiska mässan för ryggmärgsskadade. Fysiska mässor skapar möjligheter att sprida kunskap, träffa potentiella användare och behandlande kliniker. Vi anser att detta är särskilt viktigt för Tendo, i synnerhet då hälsovårdssektorn är konservativ och nya produkter kan mötas av skepticism. Vi ser därför positivt på Tendos medverkande, särskilt då branschen är liten och word of mouth-effekten kan bli kraftfull från en genomförd mäsas.

Tendo har märkt av ett påtagligt intresse för produkten och detta har resulterat i ett fördjupat samarbete med en behandlande klinik. Samarbetet går ut på att kliniken ska bistå med sin expertis i utvecklingsarbetet för att bättre bedöma risk/nytta-balansen i produkten. Vi ser att detta är ytterligare ett sätt för bolaget att validera tekniken på, utöver de studier som ämnar genomföras. Genom att reducera eventuella risker så långt det praktiskt är möjligt ökar både patientnyttan och patientsäkerheten.

Vi är optimistiska inför att Tendo kan ingå samarbeten med fler behandlande kliniker. Enligt bolaget förs dialoger om andra typer av samarbeten, dels inför den kommande litteraturstudien, dels inför kommande valideringsstudie som ska genomföras efter att produkten är lanserad.

Värdering

Vi estimerar att bolaget har goda förutsättningar att nå en omsättning om cirka 30 MSEK 2026E. Vid en försäljning om cirka 30 MSEK ser vi att bolaget är lönsamt och att EBITDA-marginalen kan uppgå till cirka 30 procent. Det krävs endast försäljning om cirka 150 enheter för att nå dit förutsatt att priset är 200 KSEK per enhet. Notera att vi inte gjort några justeringar för aktiverade utvecklingskostnader.

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Omsättning	0	4	8	15	30
% y/y	n/a	n/a	100%	87,5%	100%
Bruttoresultat	0	2	4	7,5	15
*marginal	n/a	50%	50%	50%	50%
% y/y	n/a	n/a	100%	87,5%	100%
EBITDA	-7	-4	-2	1,5	9
*marginal	n/a	-200%	-175%	10%	30%
% y/y	n/a	n/a	50%	175%	500%

Enterprise Value / x

	Omsättning	Bruttoresultat	EBITDA
2022E	n/a	n/a	n/a
2023E	6,25	12,5	n/a
2024E	3,1	6,3	n/a
2025E	1,7	3,3	16,7
2026E	0,8	1,7	2,8

Exitmultipel

	Omsättning	EBITDA
2026E	4,2	14
Vikt	0%	100%

Värdering

	Omsättning	EBITDA	Total
2026E	0	126	126

	Potentiell avkastning	
	Procent	CAGR
2026E	404%	38%

	Säkerhetsmarginal 30%	
	Procent	CAGR
	252%	29%

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

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.