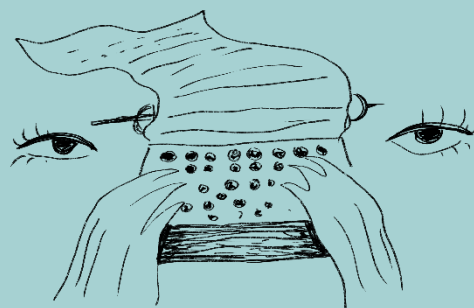


Tendo

Rapportkommentar Q3'22



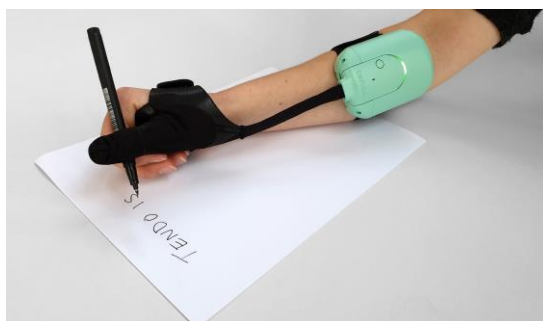
Tendo redovisade ingen omsättning och ökad rörelseförlust i det tredje kvartalet. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till 0 MSEK (0)
- Rörelseresultatet uppgick till -1,3 MSEK (-0,2)
- VPA uppgick till -0,2 SEK (-0,06)
- Kassaflödet uppgick till -3,0 MSEK (-0,7)
- Likvida medel vid utgången av kvartalet uppgick till 9,9 MSEK (4,2)
- Soliditeten uppgick till 92% (72)

Sammantaget var kvartalet positivt med ett förväntat utfall. Tendo redovisade som förväntat ingen omsättning, men arbetet för att närma sig kommersiell fas fortlöpte enligt kommunicerad tidsplan. Bolaget blev i kvartalet godkända som medicinsk tillverkare av specialanpassade produkter. Vidare färdigställdes kvalitetsledningssystemet i enlighet med ISO 13485. Tendo har nu gått in i en verifierings- och valideringsfas. Vår uppfattning är att bolaget ligger i fas och att produkten Tendo OneGrip har goda förutsättningar att lanseras i början av 2023.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	TENDO
VD	Sofie Woge
Aktiekurs	1,52 SEK
Antal aktier	6 480 000
Börsvärde	9,8 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.

“Vi är fortsatt positiva till att nå en första order av Tendo OneGrip under första kvartalet 2023”.

- 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

Närmar sig kommersiell fas

Resultatmässigt var kvartalsrapporten återigen i linje med våra förväntningar. Tendo uppvisade som förväntat ingen omsättning, men bolaget följde kommunicerad tidsplan och har under kvartalet tagit ytterligare steg mot kommersialisering. Bolaget blev i kvartalet godkända som medicinsk tillverkare av specialanpassade produkter. Vidare färdigställdes kvalitetsledningssystemet i enlighet med ISO 13485. Tendo har nu gått in i en verifierings- och valideringsfas som bland annat består av en litteraturstudie och en användbarhetsstudie. Vår uppfattning är att bolaget ligger i fas och att produkten Tendo OneGrip har goda förutsättningar att lanseras i början av 2023.

Kommande milstolpar

Litteraturstudien är grunden för klinisk evidens. Bevisad effekt motiverar för kunder och användare att produkten är säker, vilket bland annat används i försäljningssyfte. Enligt Tendo påbörjades studien i oktober och planerat avslut är i december. Studien genomförs tillsammans med en konsult och en läkare som har tidigare erfarenheter från litteraturstudier, vilket vi betraktar som en trygghet för tidslinjen.

Användbarhetsstudien är ytterligare ett sätt för bolaget att få tillgång till data som stärker den kliniska evidensen. Studien inkluderar mellan 10-20 användare och enligt bolaget är studien fullrekryterad samt mer därtill, vilket reducerar den operationella risken. Vidare är studien planerad att starta efter att de sista interna produkttesterna och justeringarna är genomförda, vilket beräknas ske inom kort. Vår samlade bedömning är att en litteraturstudie och en användbarhetsstudie med bevisad effekt kommer vara av stor vikt för att skapa förtroende för produkten och därmed öka betalningsviljan.

Kapitalbehov

Med anledning av att Tendo inte har några intäkter ännu är det extra viktigt att titta på kassaflödet och storleken på kassa. Kvartalets kassaflöde uppgick till cirka -3 MSEK och vid utgången av kvartalet hade bolaget en kassa om cirka 10 MSEK. Vår bedömning är att nuvarande kassaposition finansierar bolaget fram till kommersialisering, förutsatt att tidsplanen fortsätter införlivas. Därefter räknar vi med att det kommer finnas ett kapitalbehov, dels för att förlänga runway, dels för att finansiera kommande tillväxtplaner. Tendo har utomstående teckningsoptioner (Tendo TO 1) under perioden Q2'23 som emitterades i samband med börsnoteringen, men för tillfället ser vi att möjligheten att tillföras kapital via dessa är begränsade. Vi ser därför en ökad risk för att bolaget kan komma att behöva genomföra en företrädesemission eller riktad emission innan Q2'23, vilket sannolikt skulle medföra en betydande utspädning med anledning av marknadsklimatet, även om summan för det anskaffade kapitalet är lågt. Å andra sidan var bolaget finansierade till ungefär hälften av bidrag innan börsnoteringen och bolaget har nu skickat in en ansökan till Vinnova, vilket potentiellt kan förlänga runway något. Vi har tagit hänsyn till kommande kapitalbehov och marknadens låga riskvilja genom att höja vår säkerhetsmarginal från 30 procent till 50 procent i vår värdering.

Värdering

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

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Omsättning	0	0	4	8	15	30
% y/y	n/a	n/a	n/a	100,0%	87,5%	100,0%
Bruttoresultat	0	0	2	4	8	15
*marginal	n/a	n/a	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
% y/y	n/a	n/a	n/a	100,0%	87,5%	100,0%
EBITDA	-1,4	-5	-4	-2	1,5	9
*marginal	n/a	n/a	-100,0%	-25,0%	10,0%	30,0%
% y/y	n/a	257,1%	-20,0%	-50,0%	-175,0%	500,0%

P / x

	Sales	GP	EBITDA
2021	n/a	n/a	-7,1
2022E	n/a	n/a	-2,0
2023E	2,5	5,0	-2,5
2024E	1,3	2,5	-5,0
2025E	0,7	1,3	6,7
2026E	0,3	0,7	1,1

Exitmultipel

	Sales	EBITDA	FCF
2026E	4,2	14	25
Vikt	0%	100%	0%

Värdering

	Sales	EBITDA	FCF	Total
2026E	0	126	0	126

Potentiell avkastning

	Faktor	Procent	CAGR
2026E	12,85	1185%	67%

Säkerhetsmarginal 50%

	Faktor	Procent	CAGR
2026E	6,43	543%	45%

Främsta risker

- Studierna påvisar ingen klinisk evidens
- 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.