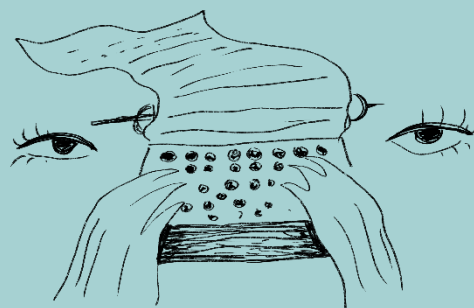


# Tendo

## Rapportkommentar Q4'22



Tendo redovisade ingen nettoomsättning och ökad rörelseförlust i det fjärde kvartalet. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till 0,0 MSEK (0,0)
- Rörelseresultatet uppgick till -1,2 MSEK (-0,3)
- VPA uppgick till -0,20 SEK (-0,09)
- Periodens kassaflöde uppgick till -3,3 MSEK (-2,8)
- Likvida medel vid utgången av kvartalet uppgick till 6,7 MSEK (4,2)
- Soliditeten uppgick till 80 % (27)

Rapporten för det fjärde kvartalet innehöll inga större överraskningar. Den absolut viktigaste händelsen i kvartalet var att Tendo stod fast vid sin förväntan om marknadslansering i Q1 2023, trots förseningar i användarvänlighetsstudien. Vidare uppgav bolaget att det förväntas mottaga sin första order innan utgången av Q1 2023, vilket vi ställer oss positiva till. Vi ser nu med stor förväntan fram emot kommande marknadslansering.

Efter kvartalet har vi bland annat tagit hänsyn till att en nyemission kommer behöva genomföras, dels för att förlänga runway, dels för att finansiera kommande tillväxtplaner. En emission i detta marknadsklimat kommer sannolikt medföra betydande utspädning, även om summan för det anskaffade kapitalet är lågt.

### Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	TENDO
VD	Sofie Woge
Aktiekurs	2,50 SEK
Antal aktier	6 480 000
Börsvärde	16,2 MSEK
Insiderägande	40,1%



### Analytiker

Pontus Fredriksson

[pontus@kalqyl.se](mailto: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 användarvänligaste lösningen i jämförelse med konkurrenter, 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.



### Teamet

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

"Tillsammans ser vi nu fram emot ytterligare ett viktigt år för utvecklingen av Tendo och givetvis marknads lanseringen av Tendo OneGrip".

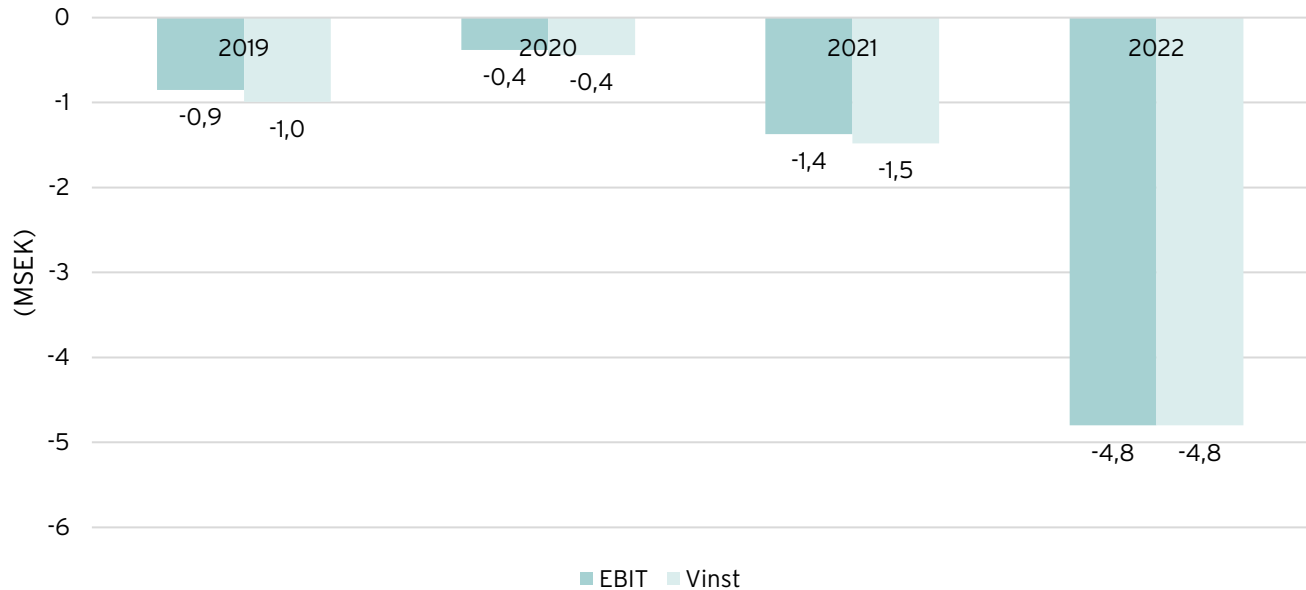
- VD Sofie Woge

## Investeringscase

- Användarvänlig produkt som är utvecklad tillsammans med målgruppen
- Tydligt värdeerbjudande för patienter och sjukvården
- Modest konkurrens
- Exekverat i linje med kommunicerad tidsplan
- Affärsmodellen möjliggör validering av tekniken i snabb takt
- Goda möjligheter att vidareutveckla tekniken för att nå en mycket stor potentiell marknad
- Erfaren och kompetent styrelse
- Högt insiderägande

## Finansiell utveckling

Tendo redovisade som förväntat ingen nettoomsättning i väntan på den kommande lanseringen av bolagets första produkt, Tendo OneGrip. Totala intäkter uppgick till 2,7 MSEK, främst hänförligt till aktiverade utvecklingskostnader. EBIT uppgick till -1,2 MSEK (-0,3), vilket innebar att EBIT för helåret 2022 landade på -4,8 MSEK. De ökade kostnaderna under helåret 2022 är primärt kopplade till de aktiviteter som genomförts för att intensifiera arbetet inför lanseringen av Tendo OneGrip, som förväntas ske i Q1 2023 på den skandinaviska marknaden.



## Förberedelser inför marknads lansering

Sedan föregående kvartal befinner sig Tendo i en verifierings- och valideringsfas, som består av en användarvänlighetsstudie och en litteraturstudie. Användarvänlighetsstudien avser primärt testa produktens användarvänlighet och att den används på ett korrekt samt säkert sätt. Vidare är studien bland annat till grund för färdigställandet av produkten. Litteraturstudiens syfte är att verka som klinisk evidens för att påvisa att produktens prestanda och säkerhet är i linje med de krav som EU-förordningen MDR har fastställt.

Den kliniska utvärderingsrapporten för litteraturstudien färdigställdes i kvartalet, vilket var i linje med kommunicerad tidsplan. Enligt bolaget indikerade slutsatsen att Tendo OneGrip är säker för potentiella användare, vilket antyder för oss att den kliniska evidensen kommer vara tillräcklig för att få lov att sälja produkten, även om produkttester återstår. Användarvänlighetsstudien flyttades däremot fram på grund av förseningar av komponenter från underleverantörer och studien avses nu avslutas i början av 2023 från tidigare november 2022. Trots förseningen ligger bolagets förväntansbild kvar om marknads lansering i Q1 2023, vilket var en lättnad.

## Marknadspotential

Väl i kommersiell fas planerar Tendo initialt att bedriva försäljning i Skandinavien, för att därefter påbörja den globala expansionen till USA, Japan och övriga Europa. I framtiden finns även potential att utveckla en mer standardiserad produkt till nya målgrupper med nedsatt handfunktion såsom geriatriska patienter, strokepatienter, reumatiker samt patienter med multipel skleros. Vidare kan samma teknik med befintligt patentskydd vidareutvecklas för att assistera andra kroppsdelar såsom armar, fötter och knän.

Vi ser att Skandinavien lämpar sig särskilt väl att lansera produkten i initialt, eftersom det finns etablerade nationella försäkringssystem som kan finansiera Tendo OneGrip. Vidare är vården för ryggmärgsskadade i april 2023 mer eller mindre centraliserad i hela Skandinavien, vilket innebär att Tendo kan nå nästan samtliga potentiella användare enbart via ett fåtal kliniker.



Vår bedömning är att marknaden i hög utsträckning är användardriven och att det kommer vara till stor fördel för Tendo om studierna och potentiella användare kan påvisa nyttan med tekniken. Vi ser det som fördelaktigt att potentiella användare särskilt efterfrågar Tendo OneGrip, vilket kan leda till att produkten köps in av sjukvården. Vidare finns incitament för vården om patientens självständighet ökar och behovet av personlig assistans minskar. Ryggmärgsskadade med funktionsnedsättningar i händerna har vanligtvis personlig assistans dygnet runt. En del kan återfå greppfunktionen till viss del genom komplicerade och kostsamma operationer med lång rehabilitering, men det är inte alla som vill eller kan genomgå operation. Robotiserade hjälpmedel har därför utvecklats för att minska behovet av personlig assistans.

I Sverige finns cirka 6 000 personer med en ryggmärgsskada, varav 25 % av dessa anses vara lämpliga för Tendo OneGrip. Vidare sker cirka 300 nya fall varje år i Sverige<sup>1</sup>. Utifrån detta uppskattar vi den potentiella marknaden i Skandinavien till cirka 3 000 användare, vilket ger ett potentiellt marknadsvärde om cirka 600 MSEK, vid en förutsättning att priset är 200 KSEK per enhet.

### Uppskattad marknadspotential i Skandinavien

	Totalt
Antal potentiella användare	3 000
Årlig ökning av potentiella användare	150
Marknadsvärde	600 MSEK

## På väg mot kommersialisering

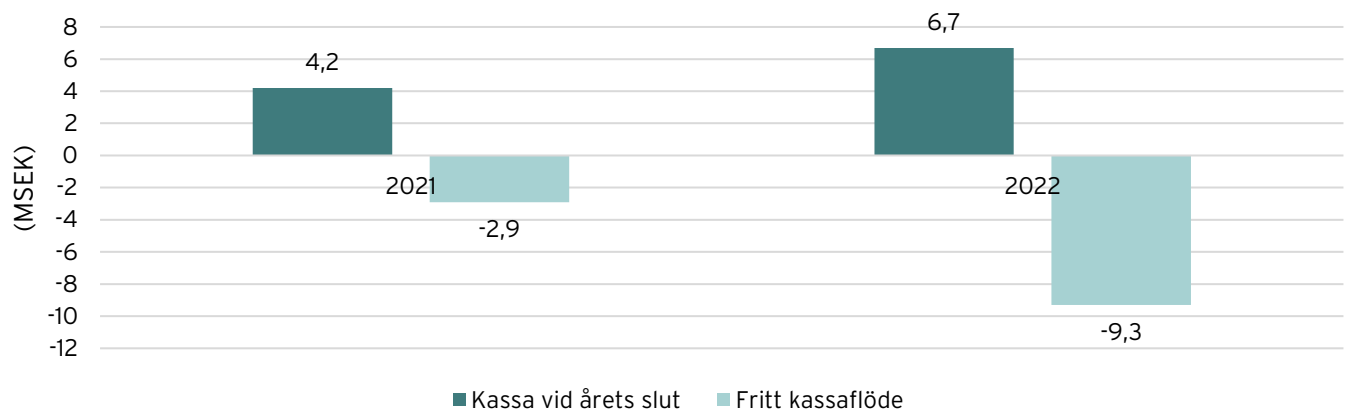
Tendo är i processen att avsluta den initiala utvecklingsfasen för att påbörja den kommersiella fasen med marknads lansering. Till följd av detta har bolaget initierat en tätare dialog med sjukhusen och potentiella användare i Sverige. Vidare arbetar bolaget parallellt med att öka kännedomen om produktens fördelar i Danmark och i Norge. Tendo är även i förloppet att stärka organisationen med en försäljnings- och marknadschef för att ytterligare komma närmare potentiella kunder. Enligt bolaget kommer denna person initialt fokusera på Sverige och samtidigt stegvis öka bolagets närvaro i Danmark och i Norge samt övriga geografiska marknader. Tendo är ett litet bolag med begränsade resurser och vi ser positivt på att en marknad primärt bearbetas i taget, vilket kan bana väg för de andra på sikt.

I rapporten nämndes inget om varulager, men i vår intervju med VD Sofie Woge uppgav hon att kritiska komponenter säkrats upp för 2023 genom beställningar<sup>2</sup>. Det som inte säkrats upp är främst de komponenter som specialanpassas per order. Tendo har varit drabbade av leveransstörningar under 2022 och möjliga komponentbrister utgör fortfarande en osäkerhet framåt. Ytterligare en osäkerhet för oss är rådande inflation, vilket kan komma att påverka vårdens möjligheter att köpa in produkten. Fördelen för Tendo är att det inte finns någon direkt konkurrent till Tendo OneGrip och därmed inget billigare substitut.

## Finansiell ställning

Kvartalets kassaflöde uppgick till cirka -3,3 MSEK och bolaget hade en kassa om cirka 6,7 MSEK vid utgången av kvartalet. Givet samma kapitalförbrukning kommer nuvarande kassa finansiera den operativa verksamheten fram till Q2'23, förutsatt att tidsplanen om kommersialisering införlivas. Därefter finns 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 potentiellt kan tillföra bolaget cirka 10,5 MSEK i nettolikvider. För tillfället ser vi dock att möjligheten att tillföras kapital via dessa är ytterst begränsade.

En emission i detta marknadsklimat kommer sannolikt medföra betydande utspädning, även om summan för det anskaffade kapitalet är lågt. Vid dagens aktiekurs skulle en hypotetisk kapitalanskaffning om 12,0 MSEK till 30 procent rabatt medföra en utspädning om cirka 51 procent av antalet aktier, medan den procentuella ökningen av antalet aktier skulle uppgå till 106 procent.



## Värdering

Nuläge		Efter hypotetisk kapitalanskaffning	
Antal aktier	6 480 000	Antal aktier	13 337 143
Aktiekurs	2,5 SEK	Aktiekurs	1,75 SEK
Börsvärde	16,2 MSEK	Börsvärde	23,3 MSEK
Nettokassa	7,0 MSEK	Nettokassa	17,5 MSEK
Enterprise value	9,2 MSEK	Enterprise value	5,8 MSEK

Rullande tolv månader			
Nettoomsättning	0 MSEK	P/S	n/a
EBITDA	-4,7 MSEK	EV/EBITDA	neg.
Vinst	-4,8 MSEK	P/E	neg.
FCF	-9,3 MSEK	P/FCF	neg.

Historisk värdering				
	P/S	EV/EBITDA	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	n/a	neg.	neg.	neg.
Snitt 5 år	n/a	neg.	neg.	neg.
Snitt 7 år	n/a	neg.	neg.	neg.

## Estimat

I vårt huvudscenario räknar vi med en lyckosam kommersiell fas, även om vi är konservativa jämfört med bolagets finansiella målsättning, eftersom affärsmodellen och produkten inte är bevisad ännu. Vi utgår från att Tendo omsätter cirka 30 MSEK 2026E, vilket endast kräver en försäljning om cirka 150 enheter under förutsättning att priset är 200 KSEK per enhet. Vi räknar dock med att minst en kapitalanskaffning kommer att behöva genomföras innan dess, vilket vi tagit höjd för i vår värdering av Tendo.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	0,0	0,0	4,0	8,0	15,0	30,0
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	100,0%	87,5%	100,0%
Aktiverat arbete	0,0	5,3	4,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	1,5	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>1,5</b>	<b>5,6</b>	<b>8,4</b>	<b>8,0</b>	<b>15,0</b>	<b>30,0</b>
<i>P/S</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>5,8</i>	<i>2,9</i>	<i>1,6</i>	<i>0,8</i>
<b>Bruttoresultat</b>	0,0	0,0	2,0	4,0	7,5	15,0
<i>Bruttomarginal</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	100,0%	87,5%	100,0%
<i>P/GP</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>11,7</i>	<i>5,8</i>	<i>3,1</i>	<i>1,6</i>
<b>Rörelsekostnader</b>	2,9	10,4	12,0	13,5	21,0	29,0
% y-o-y	n/a	258,6%	15,4%	12,5%	55,6%	38,1%
<b>EBIT</b>	-1,4	-4,8	-10,0	-9,5	-6,0	1,0
<i>EBIT-marginal</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-40,0%</i>	<i>3,3%</i>
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	-36,8%	-116,7%
<i>EV/EBIT</i>	<i>-4,2</i>	<i>-1,2</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,0</i>	<i>5,8</i>

Vi har valt att värdera Tendo utifrån en multipel om 3x Sales för 2026E. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Med anledning av att bolaget inte befinner sig i kommersiell fas och att osäkerheterna fortfarande är stora anser vi att bolaget bör värderas utifrån en säkerhetsmarginal om 50 procent.

	Värdering			
	Multipel	Sales 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	3	30,0	90	6,75
<i>Säkerhetsmarginal (50%)</i>	<i>3</i>	<i>15</i>	<i>45</i>	<i>3,37</i>

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	3,86	285,6%	40,1%	1,93	92,8%	17,8%

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	30,0	2,2	28,5%	15,0	1,1	-35,7%
2	60,0	4,5	157,1%	30,0	2,2	28,5%
<b>3</b>	<b>90,0</b>	<b>6,7</b>	<b>285,6%</b>	<b>45,0</b>	<b>3,4</b>	<b>92,8%</b>
4	120,0	9,0	414,1%	60,0	4,5	157,1%
5	150,0	11,2	542,7%	75,0	5,6	221,3%



## 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

## Källförteckning

1. <https://neuro.se/diagnoser/ryggmaergsskada/>
2. <https://www.youtube.com/watch?v=adltAua-83Q>

## 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.

Analytikern Pontus Fredriksson äger inga aktier i det analyserade bolaget.