

2023-04-03

Tendo har presenterat ett intensivt nyhetsflöde under mars 2023, vilket skapar möjligheter för framtiden. Bolaget beslutade först om en företrädesemission om initialt cirka 9,4 MSEK. Företrädesemission följdes sedan upp av den viktiga milstolpen att en första patient har blivit remitterad en Tendo OngeGrip. Vidare erhöles bidrag från Vinnova. Utöver detta tecknades ett produktions- och distributionsavtal med Bandagist Jan Nielsen.

Företrädesemission

Tendo genomför i detta nu en företrädesemission om initialt 9,4 MSEK, vilket tillsammans med teckningsoptioner kan tillföra bolaget 15,1 MSEK i nettolikvider. Vidare kan bolaget tillföras ytterligare 2,3 MSEK i nettolikvider vid en eventuell överteckning. Utspädningen som företrädesemissionen medför är betydande, men skapar samtidigt möjligheter för framtiden.

Första patienten remitterad en TendoOnegrip

Efter beslutandet om företrädesemission meddelade Tendo den viktiga milstolpen att ett svenskt sjukhus har remitterat produkten Tendo OneGrip till en användare. Vi ser det som mycket positivt att kunder är beredda att lägga order i det här tidiga lanseringsskedet, eftersom det ofta finns en initial tröghet i marknaden för den här typen av produkter.

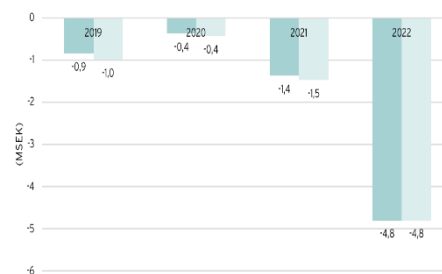
Produktions- och distributionsavtal med BJJ

Tendo kommunicerade att bolaget ingått ett produktionsavtal med Bandagist Jan Nielsen A/S (BJN). BJN kommer ansvara för tillverkningen av de textila delarna i Tendo OneGrip. Vidare tecknade Tendo även en avsiktsförklaring (LOI) med BJJ inför kommersialisering på den danska marknaden. Parternas avsikt är att ingå ett distributionsavtal och inleda försäljning i Danmark inom 3-6 månader.

Fakta

VD	Sofie Woge
Lista	Spotlight
Ticker	Tendo
Aktiekurs (SEK)	1,75
Antal aktier (Miljoner)	16,43
Börsvärde (MSEK)	28,8
EV (MSEK)	8,4
Nettokassa (MSEK)	20,4
Insiderägande	40,1%
Nästa rapport	2023-05-05

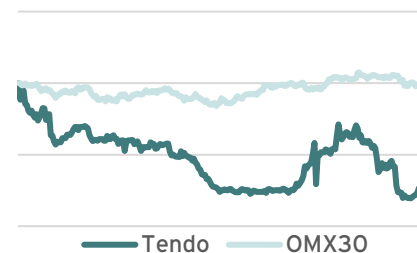
Årsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling sedan börsintroduktion



Kursutveckling %	1 m	3 m	Max
Tendo	-31,4%	-44,1%	-72,3%

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0	4	8	15	30
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	100%	88%	100%
P/S	n/a	7,2	3,6	1,9	1,0
OPEX	10,4	12,0	13,5	21,0	29,0
Tillväxt y-o-y	259%	15,4%	12,5%	55,6%	38,1%
EBIT	-4,8	-10,0	-9,5	-6,0	1,0
EBIT-marginal	n/a	n/a	n/a	-40%	3%
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT	-1,7	-0,8	-0,9	-1,4	8,4
Vinst	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Vinst-marginal	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Key Insights



Produkt

Tendo utvecklar produkten Tendo OneGrip och är initialt fokuserade på ryggmärgsskadade. Tendo har vad vi erfar den mest 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.

"Styrelse och ledning är redo att ta bolaget till nästa fas och vi har en tydlig plan för vad vi vill uppnå och hur vi ska göra för att komma dit - det vi saknar är kapitalet."

- Sofie Woge, VD Tendo

Investeringscase

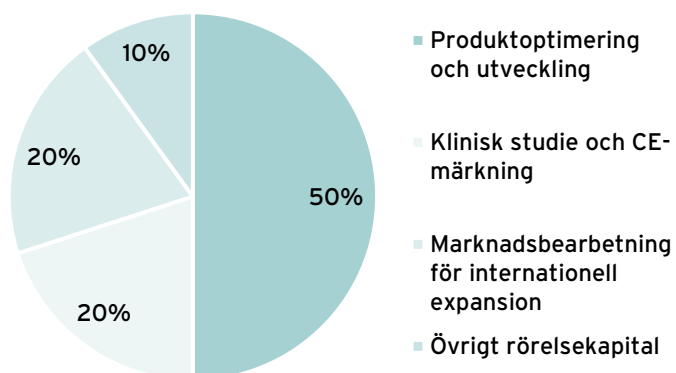
- Användarvänlig produkt som är utvecklad tillsammans med målgruppen
- Tydligt värdeerbjudande för patienter och sjukvården
- Modest konkurrens
- Exekverat i linje med kommunicerad tidsplan
- Affärsmodellen möjliggör validering av tekniken i snabb takt
- Goda möjligheter att vidareutveckla tekniken för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

Företrädesemission

Vi har tidigare upplyst om Tendos kapitalbehov, dels för att förlänga runway, dels för att finansiera kommande tillväxtplaner. Bolaget genomför nu en företrädesemission om initialt 9,4 MSEK, vilket tillsammans med teckningsoptioner kan tillföra bolaget 15,1 MSEK i nettolikvider. Vidare kan bolaget tillföras ytterligare 2,3 MSEK i nettolikvider vid en eventuell övertäckning. Utspädningen som företrädesemissionen medför är betydande, men skapar samtidigt möjligheter för framtiden.

Nettolikviderna från företrädesemissionen och teckningsoptionerna ska primärt användas till produktoptimering och utveckling av Tendo OneGrip, vilket bland annat ska ligga till grund för en framtida CE-märkning. Ansökningsprocessen för CE-märkningen avses lämnas in under Q1'24. Tendos ambition är att utveckla en mer standardiserad produkt till nya målgrupper med nedsatt handfunktion, såsom geriatriska patienter, strokepatienter, reumatiker samt patienter med multipel skleros. Detta kommer utöka den potentiella marknaden kraftigt och göra försäljningen mer skalbar, eftersom den standardiserade produkten inte behöver skräddarsys utefter varje användare. Vi ser att detta på sikt kommer ha en positiv inverkan på bolagets tillväxt och rörelsemarginal. Vidare ska en del av nettolikviden användas till marknadsbearbetning i Norden och utanför Norden. Vi bedömer satsningen som positiv, då vi anser att bolaget behöver bygga ytterligare brand awareness.

Företrädesemissionen i sammandrag



Emissionslikvid	(MSEK)
Företrädesemission	9,4
TO2	7,5
Transaktionskostnader	-1,8
Nettolikvid	15,1
Övertilldelningsemission	2,5
Transaktionskostnader	-0,2
Nettolikvid	2,3
Total nettolikvid	17,4

En aktie eller en teckningsoption (TO1 från IPO) ger en unirätt. Två unirätter ger rätten att teckna en unit, som består av två aktier och en vederlagsfri teckningsoption (TO2). Teckningskursen i emissionen är 2,40 SEK per unit, vilket motsvarar 1,20 SEK per ny aktie. Investerare som väljer att delta i företrädesemissionen får en vederlagsfri teckningsoption, som ger rätten att teckna en ny aktie i bolaget till en kurs om 1,2-1,9 SEK per aktie. Teckningsoptionerna löper under perioden 7-21 september 2023 och teckningskursen kommer fastställas två dagar innan nyttjandeperioden påbörjas.

Företrädesemissionen är säkerställd till totalt cirka 39 procent (cirka 3,6 MSEK) av ledning, styrelseledamöter och befintliga aktieägare genom tecknings- och garantiåtaganden. Av dessa 3,6 MSEK avser styrelseledamöter, ledning och befintliga aktieägare teckna för cirka 1,8 MSEK, motsvarande cirka 19 procent av emissionsvolymen. Teckningsåtagandena i företrädesemissionen sänder för oss ett positivt signalvärde om styrelse och lednings fortsatta tro på Tendo.

Företrädesemission (FE) och T02		(MSEK)
Aktier före emission		6 480 000
Nya aktier, FE och T02		7 869 000
Antal aktier efter FE och T02		14 349 000
Utspädning		54,8%
Ökning antal aktier		121,4%
Övertilldelningsemission		
Aktier innan övertilldelning		14 349 000
Antal nya aktier		2 083 334
Högst antal aktier efter emission		16 432 334
Utspädning		12,7%
Ökning antal aktier		14,5%
Vid fullteckning och övertilldelning		
Antal aktier		16 432 334
Maximal utspädning		60,6%
Maximal ökning antal aktier		153,6%

Första patienten remitterad en Tendo OneGrip

Efter beslutandet om företrädesemission meddelade Tendo den viktiga milstolpen att ett svenskt sjukhus har remitterat produkten Tendo OneGrip till en användare. Vi ser det som mycket positivt att kunder är beredda att lägga order i det här tidiga lanseringsskedet, eftersom det ofta finns en initial tröghet i marknaden för den här typen av produkter. Användaren kommer nu få träffa en ortopedteknisk avdelning som gör måttagning och bedömningar av användarens nuvarande funktioner. När informationen har skickats vidare till Tendo kommer bolaget därefter påbörja produktionen av en specialanpassad Tendo OneGrip tillsammans med samarbetspartners. Med denna remiss uppnådde Tendo en viktig milstolpe i kommersialiseringen av Tendo OneGrip.

Bidrag från Vinnova

Den 30:e mars meddelade Tendo att bolaget beviljades ett bidrag om 3,0 MSEK från Vinnova. Bidraget ska användas för klinisk validering samt utveckling av en generisk version av Tendo OneGrip inför CE-märkning. Beloppet om 3,0 MSEK avser det maximala bidraget under projekttiden, varav Tendo kan erhålla 2,7 MSEK av dessa och deras samarbetspartner Sigma Lundinova AB 0,3 MSEK.

Bidraget får utgöra maximalt 35 procent av de stödberättigade kostnaderna. Projektet planeras att starta i april 2023 och fortlöper till maj 2024. Pengarna ämnas betalas ut i omgångar baserat på faktisk förbrukning av medel.

Preliminära utbetalningsdatum och belopp	
2023-05-02	0,67 MSEK
2023-08-01	0,67 MSEK
2023-10-17	0,67 MSEK
2024-02-06	0,80 MSEK
2024-05-14	0,20 MSEK

Utbetalningsplanen är preliminär och kan komma att justeras beroende på faktisk förbrukning av medel. Projektet kommer drivas med utvalda samarbetspartners inom bland annat elektronikutveckling och klinisk kompetens.

Produktions- och distributionsavtal med BJN

Tendo kommunicerade även att bolaget ingått ett produktionsavtal med Bandagist Jan Nielsen A/S (BJN). BJN kommer ansvara för tillverkningen av de textila delarna i Tendo OneGrip. Vidare tecknade Tendo även en avsiktsförklaring (LOI) med BJN inför kommersialisering på den danska marknaden. Parternas avsikt är att ingå ett distributionsavtal och inleda försäljning i Danmark inom 3-6 månader.

BJN är ett ortopedtekniskt företag som producerar och säljer bland annat exoskelett, ortoser, proteser, kompressionsstrumpor och FES. Vi noterar att företaget har lång erfarenhet av att arbeta med exoskelett, vilket innebär att startsträckan för att sälja in Tendo OneGrip bör vara kort. BJN arbetar bland annat med Indego exoskelett, MyoPro och Mollii-suit. BJN har totalt fem butiker i Danmark, en webshop och verkstäder för tillverkning samt anpassning av ortopedtekniska hjälpmedel. Vidare har företaget flertalet samarbetspartners som exempelvis Sclerosehospitalet i Haslev, Polioförbundet och kliniken för ryggmärgsskadade i Hornbæk.

Värdering

Key stats			
Antal aktier	6 480 000	Börsvärde (MSEK)*	28,8
Nya antal aktier	9 952 334	Nettokassa*	20,4
Totalt antal aktier*	16 432 334	Enterprise value (MSEK)*	8,4
Aktiekurs (SEK)	1,75		

*Vid fullteckning och övertilldelning

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	0 MSEK	P/S	n/a
EBIT	-4,8 MSEK	EV/EBIT	neg.
Vinst	-4,8 MSEK	P/E	neg.
FCF	-9,3 MSEK	EV/FCF	neg.

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	n/a	neg.	neg.	neg.
Snitt 5 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.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	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
Summa intäkter	1,5	5,6	8,4	8,0	15,0	30,0
<i>P/S</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>7,2</i>	<i>3,6</i>	<i>1,9</i>	<i>1,0</i>
Bruttoresultat	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>14,4</i>	<i>7,2</i>	<i>3,8</i>	<i>1,9</i>
Rörelsekostnader	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%
EBIT	-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>-6,0</i>	<i>-1,7</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,9</i>	<i>-1,4</i>	<i>8,4</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 befinner sig i tidig 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	5,48
<i>Säkerhetsmarginal (50%)</i>	<i>3</i>	<i>15</i>	<i>45</i>	<i>2,74</i>

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

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	3,13	213,0%	33,0%	1,56	56,5%	11,8%

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

Salesx	Känslighetsanalys					
	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
1	30,0	1,8	4,3%	15,0	0,9	-47,8%
2	60,0	3,7	108,6%	30,0	1,8	4,3%
3	90,0	5,5	213,0%	45,0	45,0	56,5%
4	120,0	7,3	317,3%	60,0	60,0	108,6%
5	150,0	9,1	421,6%	75,0	75,0	160,8%

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 aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

