

2023-05-16

Medicinteknikbolaget Tendo redovisade ingen nettoomsättning och ökad rörelseförlust i det första kvartalet. Aktiverat arbete för egen räkning uppgick till 2,5 MSEK (0,1). Vidare uppgick EBIT till -1,2 MSEK (-1,1). Periodens kassaflöde landade på -4,1 MSEK (-1,2), vilket innebar att kassan uppgick till 2,6 MSEK (3,0) vid utgången av kvartalet.

Viktiga milstolpar för kommersialiseringen

I kvartalet tecknades produktions- och distributionsavtal med OIM Sweden och Bandagist Jan Nielsen. Vidare färdigställdes litteratur- och användarvänlighetsstudier med positiva resultat efter utgången av kvartalet, vilket innebar att den initiala produktutvecklingen av Tendo OneGrip avslutades. Bolaget inväntar nu dokumentering från en extern part som ska tillföras till produktens tekniska fil innan försäljning kan inledas. Enligt bolaget förväntas detta ske inom en snar framtid.

Första patienten remitterad en Tendo OneGrip

Målsättningen att mottaga en första order uppnåddes inte i kvartalet med anledning av att kommersialiseringen flyttades fram till Q2. Däremot remitterade ett svenskt sjukhus produkten till en användare, vilket indikerar att en första order potentiellt kan ske i närtid. Vi ser det som 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.

Utfall av företrädesemission

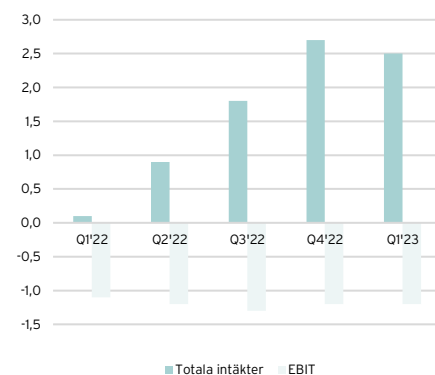
Tendos nyligen avslutade företrädesemission tecknades till 63,5 procent med stöd av garantiåtaganden, vilket tillförde bolaget cirka 4,4 MSEK efter emissionskostnader. Antalet aktier ökade med 4 995 362 för att uppgå till 11 475 362. Utfallet i emissionen var en besvikelse, och innebar att den internationella expansionen blev uppskjuten på obestämd tid. Vi har tagit hänsyn till det nya antalet aktier och reviderat ned våra estimat till följd av detta. Baserat på våra prognoser och bolagets burn rate kommer ytterligare externt kapital behövas före ingången av 2024.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	1,7	4,8	9,0	17,0
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	182,4%	87,5%	88,9%
Aktiverat arbete	5,3	2,5	5,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Summa intäkter	5,6	4,6	9,8	9,0	17,0
P/S	n/a	3,4	1,6	0,8	0,4
OPEX	10,4	14,1	19,0	18,1	21,3
Tillväxt y-o-y	257,4%	35,6%	34,8%	-4,7%	17,7%
EBIT	-4,8	-9,5	-9,2	-9,1	-4,3
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Tillväxt y-o-y	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Fakta

VD	Sofie Woge
Lista	Spotlight
Ticker	TENDO
Aktiekurs (SEK)	0,65
Antal aktier (Miljoner)	11,5
Börsvärde (MSEK)	7,5
EV (MSEK)	0,5
Nettokassa (MSEK)	7,0
Insiderägande	40,1%
Nästa rapport	2023-08-15

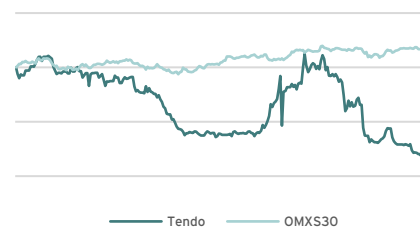
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Tendo	-40%	-80%	-81%

Key Insights



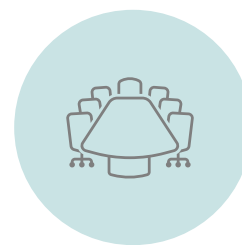
Produkt

Tendo utvecklar produkten Tendo OneGrip och är initialt fokuserade på ryggmärgsskadade. Tendo har vad vi erfar den mest användarvänliga lösningen i jämförelse med konkurrenter på marknaden, 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.



Styrelse

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.

"Vi har ett spännande år framför oss med fortsatt ambitiösa målsättningar som vi ser fram emot att arbeta med för att uppnå."

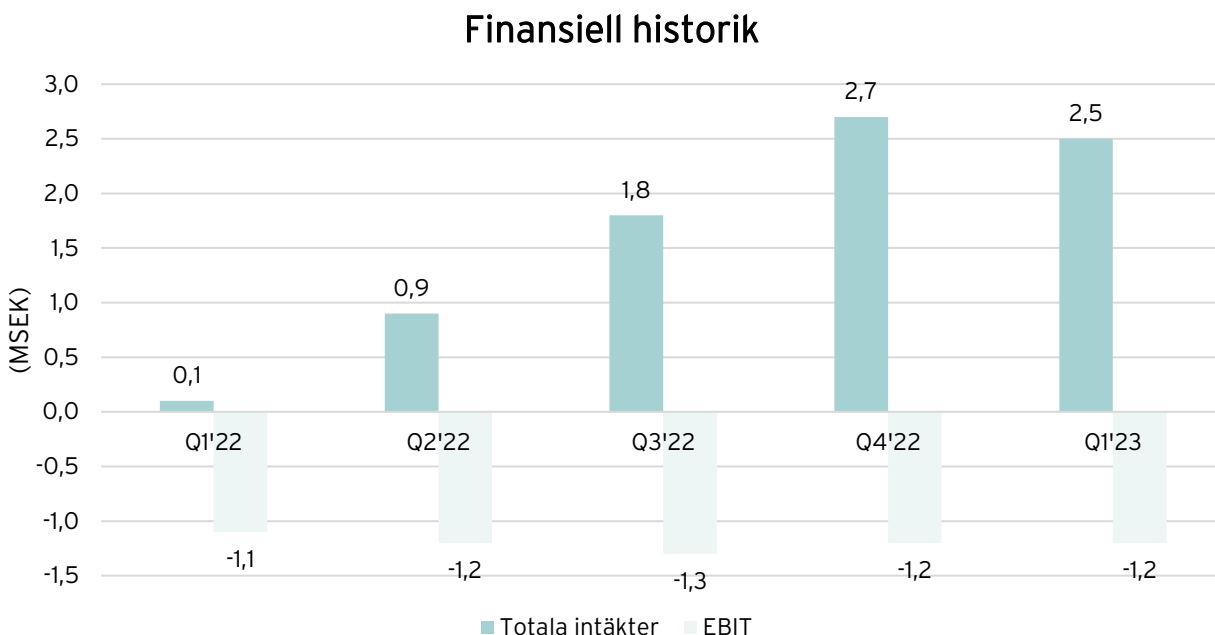
- Sofie Woge, VD Tendo

Investeringscase

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

Mindre resultatförändringar

Tendo redovisade ingen nettoomsättning, i likhet med samma kvartal föregående år. Totala intäkter uppgick till 2,5 MSEK, vilka var hänförliga till aktiverade utvecklingskostnader. Vidare uppgick EBIT till -1,2 MSEK, vilket i stort sett var oförändrat. Vi kan konstatera att utvecklingskostnader och externa kostnader ökade, men att resultaten i hög utsträckning var i likhet med jämförelseperioden.



Viktiga milstolpar för kommersialiseringen

I kvartalet tecknades tillverknings- och produktionsavtal med OIM Sweden och Bandagist Jan Nielsen (BJN). OIM Sweden, som Tendo samarbetat med sedan tidigare kring den initiala produktutvecklingen, kommer ansvara för tillverkning och montering av kontrollenheten, inklusive sensorer av Tendo OneGrip. Handsken och de textila delarna kommer produceras av BJN innan OIM Sweden sedan färdigställer monteringen.

Efter utgången av kvartalet färdigställdes även litteratur- och användarvänlighetsstudier med positiva resultat, vilket innebar att den initiala produktutvecklingen av Tendo OneGrip avslutades. Vidare stärktes organisationen med Peter Andersson, som kommer tillträda rollen som försäljnings- och marknadschef under april månad. Andersson hade senast samma yrkesroll på det medicintekniska bolaget Hemcheck, samtidigt som han var vice VD. Sammantaget har Tendo nu fått strukturen på plats för att inleda kommersiell fas i Skandinavien med produkten Tendo OneGrip. Bolaget inväntar nu dokumentering från en extern part som ska tillföras till produktens tekniska fil innan försäljning kan inledas.

Med anledningen av att kommersialiseringen flyttades fram till Q2 så uppnåddes inte målsättningen att mottaga en första order i kvartalet. Däremot meddelade Tendo den viktiga milstolpen att ett svenskt sjukhus remitterade produkten till en användare, vilket indikerar att en första order potentiellt kan ske i närtid. Vi ser det som 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.

Framsteg i Danmark

Utöver produktionsavtalet ingick Tendo även en avsiktsförklaring med BJN inför kommersialiseringen på den danska marknaden. Parternas avsikt är att ingå ett distributionsavtal och inleda försäljning i Danmark inom 3-6 månader. Avsiktsförklaringen var således ett steg i rätt riktning på den danska marknaden.

BJN är ett ortopedtekniskt företag baserat i Köpenhamn som producerar och säljer bland annat exoskelett. Företaget har längre erfarenhet av att arbeta med exoskelett, vilket innebär att startsträckan för att sälja in Tendo OneGrip bör vara kort. BJN arbetar bland annat sedan tidigare med Indego exoskelett, MyoPro och Mollii-suit. Totalt har BJN fem butiker i Danmark, en webshop och verkstäder för tillverkning samt anpassning av ortopedtekniska hjälpmedel. Vidare har företaget flertalet samarbetspartners såsom Sclerosehospitalet i Haslev, Polioförbundet och kliniken för ryggmärgsskadade i Hornbæk.

Norge

I vår rapportintervju med VD Sofie Woge berättade hon att Tendo även är i processen att förbereda kommersialiseringen på den norska marknaden¹. Ännu är inget kommunicerat, men vi utgår från att bolaget även här kommer att gå via distributörer.

Utfall av företrädesemission

Tendos nyligen avslutade företrädesemission tecknades till 63,5 procent med stöd av garantiåtaganden, vilket medförde att bolaget kommer tillföras cirka 6,0 MSEK före emissionskostnader. Antalet aktier ökar med 4 995 362 från 6 480 000 till 11 475 362, vilket motsvarar en utspädningseffekt om cirka 43,5 procent för befintliga aktieägare som valde att inte delta. Den procentuella ökningen av antalet aktier blir cirka 77,1 procent.

Företrädesemission	
	Antal aktier
Genomsnittligt antal aktier under Q4'22	6 480 000
Företrädesemission	4 995 362
Genomsnittligt antal aktier efter emissionerna	11 475 362
Utspädning*	43,5%
Procentuell ökning av antalet aktier	77,1%

**(antalet nya aktier / totalt antalet aktier efter emissionen)*

Utfallet i emissionen var en besvikelse, och innebar att den internationella expansionen blev uppskjuten på obestämd tid². Enligt Tendo kommer bolaget fokusera på fortsatt kommersialisering av Tendo OneGrip i Skandinavien under 2023. Parallellt med detta kommer bolaget söka ytterligare finansiering, för att möjliggöra utveckling av en mer standardiserad produkt, klinisk studie och CE-märkning, vilket är förutsättningarna för att en internationell expansion ska kunna ske.

Emissionslikvid före emissionskostnader	6,0	MSEK
Emissionskostnader	1,6	MSEK
Emissionslikvid efter emissionskostnader	4,4	MSEK

TO 2

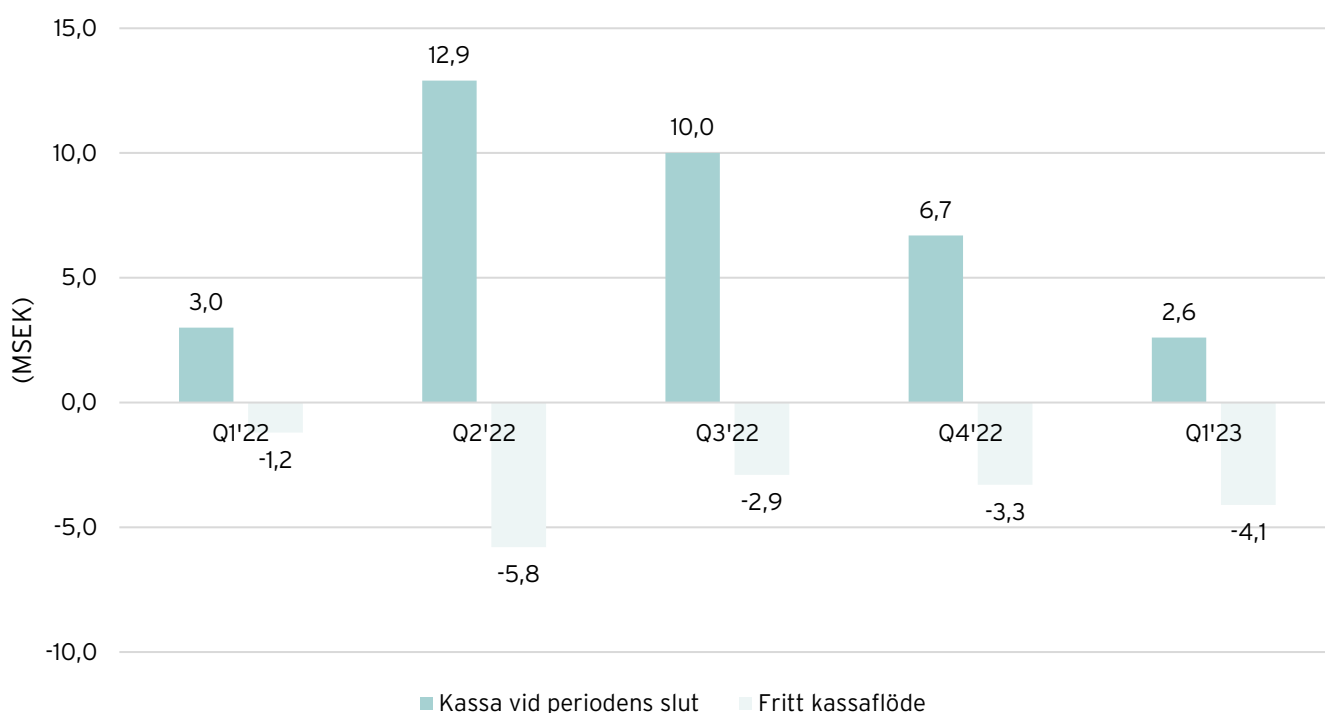
Genom företrädesemissionen nyemitterades också 2 497 981 teckningsoptioner av serie TO 2. Varje teckningsoption ger innehavaren rätt att teckna en ny aktie i Tendo under perioden 7-21 september 2023. Teckningskursen ska uppgå till 70 procent av det genomsnittliga volymviktade priset på aktien under en period av 20 handelsdagar, som avslutas två bankdagar före nyttjandeperiodens början. Vidare kommer teckningskursen att fastställas inom intervallet 1,20-1,90 SEK per ny aktie, vilket vid fullt nyttjande kan tillföra Tendo mellan 3,0-4,7 MSEK före transaktionskostnader. Vår uppfattning är att Tendos operativa resultat och aktiekurs under Q3'23 kommer vara avgörande för i vilken grad teckningsoptionerna kommer bli tecknade. Just nu befinner sig aktiekursen långt under fastställt intervall, vilket utgör en hög osäkerhet.

Teckningsoptioner av serie TO 2	
	Antal aktier
Genomsnittligt antal aktier under Q1'23	11 475 362
Företrädesemission	2 497 981
Genomsnittligt antal aktier efter emissionerna	13 973 343
Utspädning*	17,9%
Procentuell ökning av antalet aktier	21,8%

**(antalet nya aktier / totalt antalet aktier efter emissionen)*

Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till cirka -4,1 MSEK och vid utgången av kvartalet hade Tendo en kassa om cirka 2,6 MSEK. Via företrädesemissionen kommer bolaget tillföras cirka 4,4 MSEK, vilket innebär att nuvarande kassa uppgår till cirka 7,0 MSEK. Vidare kan bolaget tillföras ytterligare mellan 3,0-4,7 MSEK före transaktionskostnader från teckningsoptioner. Aktiekursen befinner sig dock långt under lägsta teckningskurs, vilket gör att vi räknar med att Tendo inte kommer tillföras kapital via dessa i ett nuläge. I kvartalet beviljades Tendo även ett bidrag om 3,0 MSEK från Vinnova för att täcka vissa förbestämda aktiviteter för den internationella expansionen. Med anledning av att den internationella expansionen blev uppskjuten på obestämd tid är det osäkert om och när Tendo kan tillföras kapital därifrån. Baserat på våra prognoser och bolagets burn rate är det troligt att ytterligare externt kapital kommer behövas före ingången av 2024.



Nuläge och outlook

Tendo avslutade den initiala utvecklingsfasen av Tendo OneGrip efter utgången av kvartalet. Bolaget inväntar nu dokumentering från en extern part som ska tillföras till produktens tekniska fil innan försäljning kan inledas. En stor milstolpe var att ett svenskt sjukhus remitterade produkten till en användare, vilket indikerar att en första order potentiellt kan ske nära i tid. Vidare arbetar bolaget parallellt med att inleda försäljning i Danmark och Norge, varpå avsiktsförklaringen med BJN var ett steg i rätt riktning på den danska marknaden.

Enligt oss behöver dock nedanstående frågetecken rätas ut för att få en tydligare bild om framtidsutsikterna. Vi har efterfrågat mer information och hoppas att detta kan förtydligas inom en snar framtid!. Det är dock möjligt att det på grund av olika anledningar inte går att delge mer information än vad som redan kommunicerats. Emellertid är det allra viktigaste att Tendo lyckas leverera ordrar under 2023, vilket vi anser är den viktigaste parametern för att bedöma produktens konkurrenskraft.

1. Slutpris och bruttomarginal

I vår rapportintervju med VD Sofie Woge berättade hon att tidigare intervall om slutpris kvarstår (150-200 KSEK). Däremot kommunicerades inget om hur försäljningspriset skiljer sig beroende på geografiska marknader. Marknaden behöver en mer detaljerad bild över slutpriset och den förväntade initiala bruttomarginalen för de olika geografiska marknaderna.

2. Varulager

I rapporten nämndes återigen inget om varulagret. I vår föregående rapportintervju med VD Sofie Woge uppgav hon dock att kritiska komponenter säkrats under 2023 genom beställningar. Det som inte säkrats upp var främst de komponenter som specialanpassas per order. Marknaden behöver en tydligare bild om beställningarna på kritiska komponenter har levererats, om möjliga leveransstörningar och beräknat värde på varulagret.

3. Finansiering

Parallellt med kommersialiseringen av Tendo OneGrip i Skandinavien kommer Tendo se över alternativ för ytterligare extern finansiering. Marknaden behöver en tydligare bild över vilka potentiella alternativ som övervägs och hur mycket kapital som avses.

4. Internationell expansion

Utfallet i emissionen innebar att den internationella expansionen blev uppskjuten på obestämd tid. Marknaden behöver en tydligare utläggning om tillväxtplanerna avseende den internationella expansionen kvarstår eller om de har blivit ändrade.

Värdering

Key stats			
Antal aktier	6 480 000	Börsvärde (MSEK)	7,5
Nya antal aktier*	4 995 362	Nettokassa (MSEK)	7,0
Totalt antal aktier	11 475 362	Enterprise value (MSEK)	0,5
Aktiekurs (SEK)	0,65		

*Efter företrädesemissionen

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	0,0 MSEK	P/S	n/a
EBIT	-4,9 MSEK	EV/EBIT	neg.
Vinst	-4,9 MSEK	P/E	neg.
FCF	-12,1 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.

Nyckeltal			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
n/a	neg.	neg.	neg.
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
neg.	neg.	neg.	neg.

Estimat

I vårt huvudscenario estimerar vi ett genomsnittligt slutpris om 175 KSEK per enhet. Vi utgår från att Tendo omsätter cirka 17,0 MSEK 2026E, vilket är en revidering från tidigare 30 MSEK. Våra resultatrevideringar är relaterade till att kommersialiseringen i Skandinavien försenades och att den internationella expansionen blev uppskjuten på obestämd tid. Vi utgår nu från att den internationella expansionen kommer ske i Q4'24 och att det kommer krävas ytterligare extern finansiering för att nå dit, vilket vi tagit höjd för i vår värdering genom att applicera en säkerhetsmarginal om 50 procent.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	1,7	4,8	9,0	17,0
% y-o-y	n/a	n/a	182,4%	87,5%	88,9%
Aktiverat arbete	5,3	2,5	5,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	5,6	4,6	9,8	9,0	17,0
<i>P/S</i>	<i>n/a</i>	<i>3,4</i>	<i>1,6</i>	<i>0,8</i>	<i>0,4</i>
Bruttoresultat	0,0	0,8	2,3	4,3	8,5
<i>Bruttomarginal*</i>	<i>n/a</i>	<i>45,0%</i>	<i>47,0%</i>	<i>48,0%</i>	<i>50,0%</i>
% y-o-y	n/a	n/a	194,9%	91,5%	96,8%
Rörelsekostnader	10,4	14,1	19,0	18,1	21,3
% y-o-y	257,4%	35,6%	34,8%	-4,7%	17,7%
EBIT**	-4,8	-9,5	-9,2	-9,1	-4,3
<i>EBIT-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>- neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
% y-o-y	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>

*Exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

**Inklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

Vi har valt att värdera Tendo utifrån en multipel om 1,5x Sales för 2026E. Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Med anledning av att estimaten ligger långt fram i tiden och att vi räknar med att det kommer krävas ytterligare extern finansiering för att nå dit anser vi att bolaget bör värderas utifrån en säkerhetsmarginal om 50 procent.

	Värdering			
	Multipel	Sales 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	1,5	17,0	25,5	2,22
<i>Säkerhetsmarginal (50%)</i>	<i>1,5</i>	<i>8,5</i>	<i>12,75</i>	<i>1,11</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	3,42	241,9%	36,0%	1,71	70,9%	14,3%

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 %
0,5	8,5	0,7	14,0%	4,3	0,4	-43,0%
1	17,0	1,5	127,9%	8,5	0,7	14,0%
1,5	25,5	2,2	241,9%	12,8	1,1	70,9%
2	34,0	3,0	355,8%	17,0	1,5	127,9%
2,5	42,5	3,7	469,8%	21,3	1,9	184,9%
3	51,0	4,4	583,7%	25,5	2,2	241,9%

I vårt huvudscenario och med en applicerad säkerhetsmarginal om 50 procent ser vi en uppsida om 70,9 procent, vilket ger en CAGR om 14,3 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 11 475 362.

Källor

1. <https://youtu.be/XU00nBPqAJU>
2. <https://mb.cision.com/Main/21410/3747966/1972204.pdf>

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

