

2023-08-22

Medicinteknikbolaget Tendo redovisade ökad nettoomsättning och rörelseförlust i det andra kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till cirka 0,2 MSEK (0,0). Vidare uppgick EBIT till cirka -2,1 MSEK (-1,2). Periodens kassaflöde landade på cirka 1,6 MSEK (10,0), vilket innebar att kassan uppgick till cirka 4,2 MSEK (12,9) vid utgången av kvartalet.

Kommersialiseringen inledd

Tillförändret av dokumenteringen till produktens tekniska fil innebar startskottet för kommersialiseringen av Tendo OneGrip i Sverige. I kvartalet levererades den första enheten till en patient, vilket sände ett positivt signalvärde om att det finns en efterfrågan hos patienter och betalningsvilja från förskrivare. Enligt Tendo har det erhållit flera remisser från olika regioner, vilka vi förväntar oss kommer konverteras till ytterligare orders under innevarande år.

Distributionsavtal i Danmark

Efter utgången av kvartalet tecknades även ett distributionsavtal med Bandagist Jan Nielsen (BJN) i Danmark, vilket innebar att Tendo OneGrip nu kan erbjudas till patienter både på den svenska och danska marknaden. Det vi finner intressant med BJN är att företaget har erfarenhet av att arbeta med liknande hjälpmedel samtidigt som vi ser att en hög andel av antalet ryggmärgsskadade i Danmark kan nås på ett tids- och resurseffektivt sätt. Det återstår dock att se om Tendo OneGrip får det marknadsfokus som krävs, framför allt vid lansering av en helt ny medicinteknisk produkt.

Kapitalisering stundar

Tendo befinner sig i tidig kommersiell fas och vår bedömning är att det kan ta upp till 6-12 månader att nå ett högre upptag av patienter. Med en snart förbrukad kassa blir det därför alltmer oundvikligt med ytterligare en finansieringslösning i närtid. Baserat på våra nya försäljningsprognoser efter rapporten och bolagets burn rate finns ett finansieringsbehov som kommer behöva lösas innan ingången av 2024, vilket vi tagit hänsyn till i vår värdering.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	1,2	3,2	7,0	15,8
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	166,7%	118,8%	125,7%
PS	n/a	15,1	5,6	2,6	1,1
Summa intäkter**	5,6	5,5	8,2	7,0	15,8
KSV	n/a	0,7	1,7	3,6	7,9
Bruttoresultat	0,0	0,5	1,5	3,4	7,9
Bruttomarginal*	n/a	45,0%	47,0%	48,0%	50,0%
OPEX	10,4	12,9	17,5	14,1	13,4
Tillväxt y-o-y	257,4%	30,3%	42,0%	-7,9%	20,4%
EBIT**	-4,8	-8,1	-11,0	-10,7	-5,5

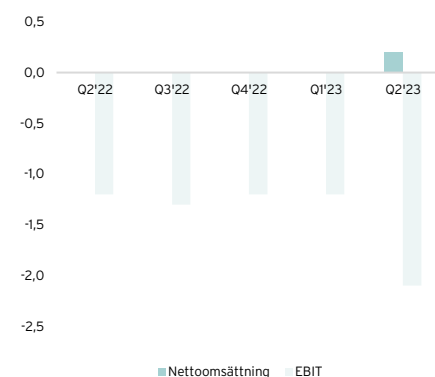
* Exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

** Inklusive aktiverat arbete och övriga intäkter

Fakta

VD	Sofie Woge
Lista	Spotlight
Ticker	TENDO
Aktiekurs (SEK)	0,61
Antal aktier (Miljoner)	11,5
Börsvärde (MSEK)	6,9
Nettokassa (MSEK)	4,2
EV (MSEK)	2,7
Insiderägande	21,6%
Nästa rapport	2023-11-08

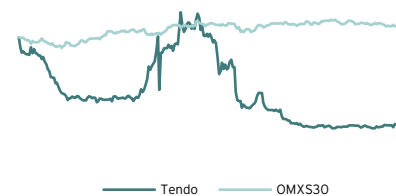
Kvartalsutveckling



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Tendo	10,0	-3,2	-83,4

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 insynsägandet högt, vilket sänder ett positivt signalvärde om att möjligheterna och tron på bolaget är stora hos insynspersonerna.

"Kommersialiseringen är än så länge i ett tidigt skede, men den respons vi fått och de framsteg vi gjort, gör att jag ser en fortsatt stabil och spännande utveckling för Tendo under hösten."

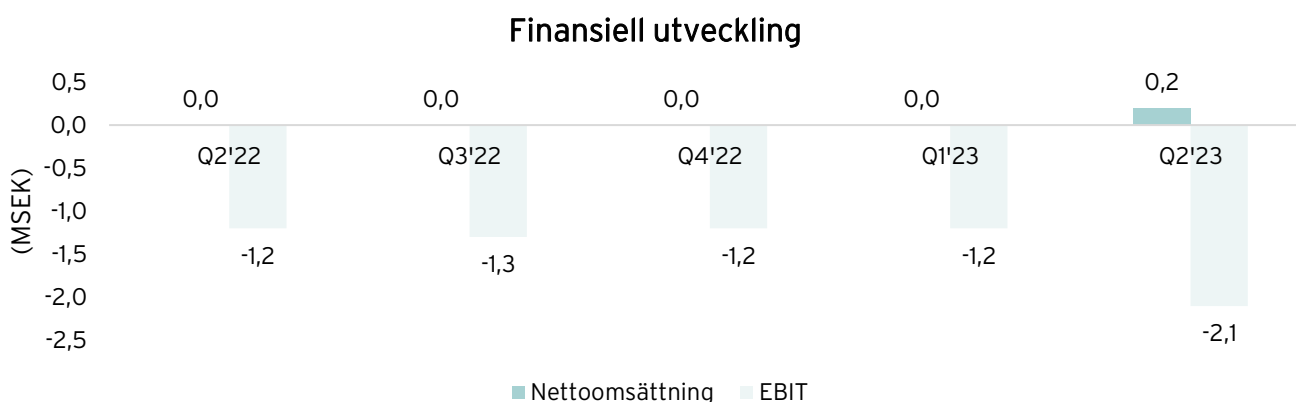
- Sofie Woge, VD Tendo

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

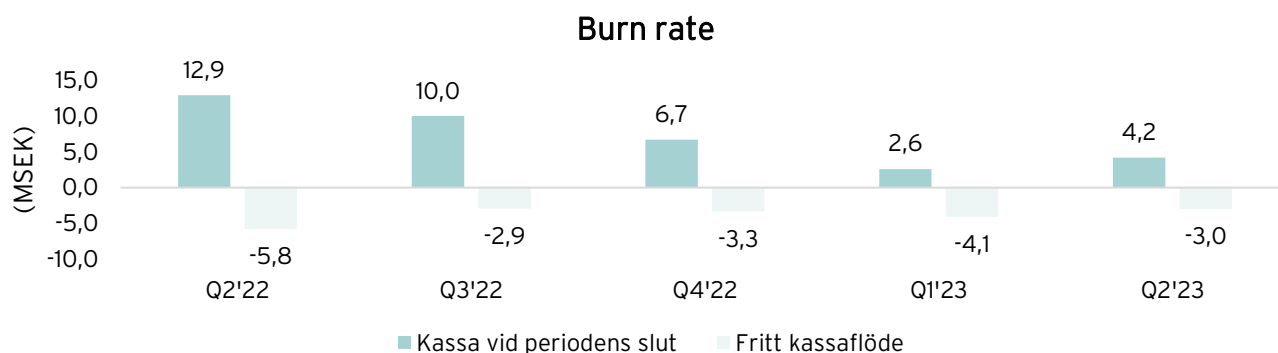
Kapitalisering stundar

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till cirka 0,2 MSEK och bestod av intäkter från försäljning av Tendo OneGrip på den svenska marknaden. Totala intäkter uppgick till cirka 1,7 MSEK, vilka var hänförliga till aktiverade utvecklingsutgifter och övriga rörelseintäkter. Vidare uppgick EBIT till cirka -2,1 MSEK, varav kostnadsökningen mot jämförelsekvartalet främst utgjordes av externa kostnader och personalkostnader. Vi förväntar oss att personalstyrkan kommer vara intakt under 2023 och att externa kostnader kommer mattas av något. Efter försäljningsstarten kommer dock EBIT att belastas från avskrivningar av aktiverade utvecklingsutgifter, en redovisningsteknisk post som inte påverkar kassaflödet. Dessa utgifter summerades till cirka 11,2 MSEK och skrivs av under fem år, vilket initialt kommer belasta EBIT med cirka 2,2 MSEK årligen.



Det fria kassaflödet var negativt och uppgick till cirka -3,0 MSEK. Notera att Tendo genomförde en företrädesemission i kvartalet som tillförde bolaget cirka 4,6 MSEK, vilket sammantaget resulterade i likvida medel om cirka 4,2 MSEK vid kvartalets utgång. Baserat på våra försäljningsprognoser och bolagets burn rate räknar vi med att ytterligare en finansieringslösning kommer behöva finnas på plats före ingången av 2024 för att driva verksamheten vidare. Vi ser i likhet med föregående uppdatering ingen möjlighet att Tendo kommer tillföras kapital via utomstående teckningsoptioner av serie TO 2 som inleds den 7 september 2023 och pågår fram till den 21 september 2023.

Vi ser ytterligare en företrädesemission som ett av de mer aktuella alternativen i nuläget. Vid nuvarande aktiekurs skulle en hypotetisk kapitalanskaffning om initialt cirka 8,0 MSEK till 30 procent rabatt medföra en utspädning om cirka 61,3 procent, vilket vi tagit hänsyn till i vår värdering av bolaget.



Kommersialiseringen inledd

Tillförändret av dokumenteringen till produktens tekniska fil innebar startskottet för kommersialiseringen av Tendo OneGrip i Sverige. Bolaget gick därmed in i en ny fas med ökat fokus på marknadsföring och sälj. Vi ser att Tendo har varit aktiva under kvartalet, där bolaget bland annat förstärkte organisationen med en försäljnings- och marknadschef, deltog på mässorna ISPO World Congress i Mexico och Paderborner Robotic Summit i Tyskland samt träffade läkare och förskrivare i Sverige för att utbilda kliniker inför specialpassningen av varje Tendo OneGrip. Vidare kontrakterades en distributör i Danmark (Bandagist Jan Nielsen) efter utgången av kvartalet. Vi anser därför att bolaget på kort tid har tagit viktiga steg i omställningen mot att bli en mer kommersiellt fokuserad organisation.

I kvartalet levererades också den första enheten till en patient i Region Kalmar¹. Vi anser att detta sände ett positivt signalvärde om att det finns en efterfrågan hos patienter och betalningsvilja från förskrivare för det värde som produkten kan tillföra. Tendo OneGrip är ett hjälpmedel som adresserar väsentliga problem för ryggmärgsskadade och som är anpassad efter målgruppens unika behov.

Vår förväntan är att försäljningen kommer öka under andra halvan av 2023. Tendo uppgav bland annat i rapporten att bolaget erhållit flera remisser från olika regioner sedan kommersialiseringprocessen inleddes, vilka vi utgår från kommer konverteras till orders under innevarande år. Enligt bolaget tar det i dagsläget cirka 1-2 månader från remiss till utbildning av klinik och därpå anpassning och leverans².

Vår bedömning är dock att det kan ta upp till 6-12 månader för att nå ett högre upptag av patienter. Marknadsföring av ett individualiserat hjälpmedel tar exempelvis tid och kräver att Tendo utbildar kliniker och specialister för att dessa ska kunna anpassa produkten till patienter. Vidare är hälsovårdssektorn som bekant konservativ och nya produkter brukar ofta mötas av skepticism, vilket utgör en barriär för att ta sig in på marknaden samt få försäljningen att skala.

Distributionsavtal i Danmark

Efter utgången av kvartalet tecknades ett distributionsavtal med Bandagist Jan Nielsen (BJN) i Danmark, som bolaget sedan tidigare samarbetar med för produktion och specialanpassning av Tendo OneGrip³. Detta innebar att Tendo OneGrip nu kan erbjudas till patienter både på den svenska och danska marknaden.

BJN är ett ortopedtekniskt företag baserat i Köpenhamn som producerar och säljer bland annat exoskelett. Företaget har därmed erfarenhet av att arbeta med liknande hjälpmedel, vilket medför att kunskapen om marknaden är god samt att startsträckan för att sälja in Tendo OneGrip bör vara kort. Vidare har företaget flertalet samarbetspartners såsom Sclerosehospitalet i Haslev, Polioförbundet och Rigshospitalets specialistklinik för ryggmärgsskadade i Hornbæk.

Det vi finner mest intressant med BJN är samarbetet med specialistkliniken i Hornbæk. Vården för ryggmärgsskadade är mer eller mindre centraliserad i hela Skandinavien, vilket innebär att en hög andel av patientpopulationen i Danmark kan nås på ett tids- och resurseffektivt sätt via kliniken. Det finns dock mängder av produkter och teknologier som inte nått kommersiell framgång på grund av bristande fokus hos distributörer. Det återstår därför att se om Tendo OneGrip får det marknadsfokus som krävs, framför allt vid lansering en helt ny medicinteknisk produkt.

Internationell expansion förväntas ske 2025

Utfallet av företrädesemissionen i kvartalet var en besvikelse och innebar att den internationella expansionen blev uppskjuten på obestämd tid. Vi efterlyste därför i föregående rapportuppdatering en tydligare utläggning om tillväxtplanerna avseende den internationella expansionen kvarstod eller om de hade blivit ändrade.

Detta besvarades i rapporten, där VD Sofie Woge meddelade att bolagets långsiktiga målsättning om en klinisk studie och CE-märkt version av Tendo OneGrip är intakt, vilka ligger till grund att bedriva försäljning av en generisk version av Tendo OneGrip utanför Skandinavien². Processen blev däremot förlängd och projektet förväntas nu fortlöpa under hela 2024. Utifrån denna information utgår vi från att den internationella expansionen i nuläget kommer att ske under 2025. Tidslinjen är dock fortfarande osäker med tanke på att det bland annat är brist på Notified bodies (granskande organ). Fördelen är att Tendo kan fortsätta växa genom att sälja nuvarande specialanpassade Tendo OneGrip om tidslinjen skulle bli ytterligare framskjuten.



Uppdaterat beslutsmeddelande för bidraget från Vinnova

En klinisk studie och CE-märkning är två tids- och kostnadskrävande processer. Det var därför positivt att bolaget fick godkänt på den uppdaterade tidsplanen för bidraget från Vinnova. Det nya beslutet innebar att Tendo är beviljade cirka 3,0 MSEK i bidrag från och med maj 2024 till och med december 2024 för finansiering av den kliniska studien samt utveckling av en generisk version av Tendo OneGrip inför CE-märkning. De totala kostnaderna är beräknade till cirka 5,7 MSEK, varav Tendos andel förväntas utgöra cirka 2,7 MSEK.

Nuläge och outlook

Efter år av produktutvecklande äntade Tendo kommersiell fas i Sverige med produkten Tendo OneGrip. Detta innebar att bolaget gick in i en ny fas och på kort tid har steg tagits i omställningen mot att bli en mer kommersiellt fokuserad organisation.

I kvartalet levererades den första enheten till en patient, vilket sände ett positivt signalvärde om att det finns en efterfrågan hos patienter och betalningsvilja från förskrivare. Detta stärks också genom att bolaget erhållit flera remisser från olika regioner sedan kommersialiseringsprocessen inleddes, vilka vi utgår från kommer konverteras till orders under innevarande år.

Vidare innebar distributionsavtalet med Bandagist Jan Nielsen att produkten nu kan erbjudas till patienter både på den svenska och danska marknaden. Det vi finner intressant med Bandagist Jan Nielsen är att företaget har erfarenhet av att arbeta med liknande hjälpmedel samtidigt som vi ser att en hög andel av antalet ryggmärgsskadade i Danmark kan nås på ett snabbt och resurseffektivt sätt.

Osäkerheten kring marknadsläget och bolagets framtida lönsamhetsnivå är dock fortsatt betydande. Det allra viktigaste under 2023 och 2024 är att Tendo fortsätter kommunicera orders, vilket vi anser är den allra viktigaste parametern för att bedöma produktens konkurrenskraft. Vår bedömning är att ett högre upptag av patienter kan ta upp till 6-12 månader och med en snart förbrukad kassa blir det alltmer oundvikligt med ytterligare en finansieringslösning i närtid. Val av finansieringslösning kommer påverka aktiekursen och vilken typ av extern finansiering som Tendo kan lösa återstår att se. Vi ser ytterligare en företrädesemission som ett av de mer aktuella alternativen i nuläget, vilket vi tagit hänsyn till i vår värdering av bolaget.

I övrigt lämnas våra prognoser och antaganden i stort sett oförändrade från föregående analysuppdatering. Vi har dock justerat våra prognoser utifrån den nya tidslinjen för den internationella expansionen. Vi anser att den nedtryckta aktiekursen speglar den tekniska samt kommersiella risken i bolaget relativt väl. Samtidigt är förväntningarna om framtiden låga och det är nu upp till ledningen att bevisa att riskerna kan minimeras samt att de kan exekvera på möjligheterna.

Värdering

Key stats			
Antal aktier	11 475 362	Börsvärde (MSEK)	6,9
Aktiekurs (SEK)	0,61	Nettokassa (MSEK)	4,2
		Enterprise value (MSEK)	2,7

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	0,2 MSEK	P/S	n/a
EBIT	-5,6 MSEK	EV/EBIT	neg.
Vinst	-5,8 MSEK	P/E	neg.
FCF	-13,3 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.

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 försäljningspris om 175 KSEK per enhet. Vi utgår från att försäljningen kommer öka under andra halvan av 2023 som en följd av att bolaget erhållit flera remisser från olika regioner i Sverige och expanderat till Danmark via distributör. Baserat på våra försäljningsprognoser och bolagets burn rate räknar vi med att ytterligare en finansieringslösning kommer behöva finnas på plats före ingången av 2024.

Vår bedömning är att ett högre upptag av patienter kan nås inom 6-12 månader, då vi förväntar oss att marknadsnärvaron i Sverige och Danmark ökat samt att expansionen till Norge är inledd. Vidare utgår vi från att en klinisk studie och CE-märkt version av Tendo OneGrip inleds och avslutas under 2024, vilket följs av ökade kostnader som sedan planar ut efterföljande år. Vi räknar därmed att den internationella expansionen kommer ske under 2025, vilket föranleder den stora försäljningsökningen. Enligt våra prognoser kommer Tendo inte att bli lönsamt under vår estimerad tidsperiod och därför är det troligt att ytterligare finansiering kommer krävas. Slutligen befinner sig Tendo fortfarande i tidig kommersiell fas - därmed är det viktigt med förståelse för att prognoserna (och värderingen) ger upphov till stor osäkerhet.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	1,2	3,2	7,0	15,8
% y-o-y	n/a	n/a	166,7%	118,8%	125,7%
Aktiverat arbete	5,3	3,9	2,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,3	0,4	3,0	0,0	0,0
Totala intäkter	5,6	5,5	8,2	7,0	15,8
<i>P/S</i>	<i>n/a</i>	<i>15,1</i>	<i>5,6</i>	<i>2,6</i>	<i>1,1</i>
Bruttoresultat	0,0	0,5	1,5	3,4	7,9
<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	178,5%	123,4%	135,1%
Rörelsekostnader	10,4	12,9	17,5	14,1	13,4
% y-o-y	257,4%	24,0%	35,7%	-19,4%	-5,0%
EBIT**	-4,8	-8,1	-11,0	-10,7	-5,5
<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 2x 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, Tendo fortfarande befinner sig i tidig kommersiell fas och att den finansiella ställningen är ansträngd anser vi att bolaget bör värderas utifrån en säkerhetsmarginal om 50 procent.

	Värdering			
	Multipel	Sales 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	2	15,8	31,6	1,07
<i>Säkerhetsmarginal (50%)</i>	2	7,9	15,8	0,53

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	1,75	74,9%	15,0%	0,87	-12,5%	-3,3%

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 %
1	15,8	0,5	-12,5%	7,9	0,3	-56,3%
1,5	23,7	0,8	31,2%	11,9	0,4	-34,4%
2	31,6	1,1	74,9%	15,8	0,5	-12,5%
2,5	39,5	1,3	118,6%	19,8	0,7	9,3%
3	47,4	1,6	162,4%	23,7	0,8	31,2%
3,5	55,3	1,9	206,1%	27,7	0,9	53,1%

I vårt huvudscenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal om 50 procent ser vi en nedsida om 12,5 procent baserat på våra estimat för 2026E. I scenariot och med en exkluderad säkerhetsmarginal ser vi i stället en uppsida om 74,9 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 29 615 952, vilket är vår framtida initiala estimering efter att ytterligare en nyemission genomförts före ingången av 2024.

Källor

1. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-tendo-gor-sin-forsta-leverans-av-tendo-onegrip-01210b82>
2. <https://mb.cision.com/Main/21410/3818027/2229672.pdf>
3. <https://mf.n.se/cis/a/tendo/tendo-ab-tendo-tecknar-distributionsavtal-for-danmark-e7dbfdef>

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

