

## Händelserikt första halvår

### Leveranskomplikationer hämmade resultatet

Omsättningen i kvartalet nådde inte upp till Analysguidens prognos. Det förklaras främst av att fem procent av dem levererade Dosell-enheter till IVE Ventures inte nådde upp till kvalitetskraven. Dessutom uppstod ett nätverksproblem vilket försenade uppstarten för vissa enheter. Det gjorde att iZafe inte erhöll fullt så höga licensintäkter som vi hade räknat med. Totalt sett uppgick omsättningen till 0,17 mkr (0,4), vilket kan jämföras med vår prognos som tog sikte mot miljonen. Den låga försäljningen höll även nere rörelseresultatet som i kvartalet uppgick till -4,0 mkr. Problemet med nätverksuppkopplingen ska nu vara åtgärdat och vad gäller de ouppnådda kvalitetskraven har iZafe återkallat, korrigerat och återigen levererat enheterna till IVE. Intäkterna kommer att träffa böckerna under Q3.

### Händelserikt första halvår följs av en intressant höst

Under kvartalet har iZafe tecknat nya avtal med Zafe Care Systems, ett dotterbolag inom Addlife-koncernen, i Kristiansunds Kommun. Ordervärdet uppgår till ~4,0 mkr och spänner över fyra år. Vid sidan om det har iZafe levererat 500 enheter inom ramen för avtalet med TI Medi i Spanien. Det var i linje med vår prognos och licensintäkter förväntas synliggöras under Q4. Slutligen har iZafes samarbetspartner i Nederländerna, IVE Ventures, slagits ihop med ett bolag inom TCCN-koncernen. TCCN är en leverantör av digitala vårdtjänster och avser implementera Dosell hos merparten av deras dotterbolag. Vi ser positivt på strukturaffären och bedömer att iZafe i och med detta för en större exponering på den viktiga marknaden i Nederländerna.

### Förskjutna leveranser pressar försäljningsprognosen

Efter fortsatta negativa resultat fyllde iZafe i somras på kassan via en nyemission som tillförde 4,5 mkr. Efter kvartalet uppgav man att tillhörande teckningsoptioner makuleras efter missinformation från bolagets finansiella rådgivare, heter det. I stället ingick iZafe i ett konvertibellån om 5,5 mkr. Lånet har en årsränta på 16 procent och långivaren, Exelity, har rätt att konvertera lånet till aktier vid en kurs på 0,24 kronor. Vi hade föredragit om den externa kapitalinjektionen kommit från inlösen av TO14B eftersom bolaget nu blir skuldsatt och åläggs betala räntekostnader uppemot 0,9 mkr per år, vilket ökar kassaförbrukningen. I dagsläge räknar vi inte med att iZafe behöver ytterligare kapitalinjektioner men kassaförbränningen måste minska och bör hållas under lupp av investerare.

Framgent bygger våra prognoser på en högre leveranstakt än den bolaget uppvisat så här långt. För att TCCN och VGR ska behålla exklusivtavsavtalet för Dosell är dem bundna att beställa ytterligare 1 000 enheter vardera under året. Vi räknar med att åtminstone hälften av dessa levereras under 2024 och resterande förskjuts till början av 2025. Det leder till minskade licensintäkter under 2024, vilket i sin tur pressar prognosen för rörelseresultatet ytterligare. I övrigt upprepar vi till stor del våra prognoser och vårt motiverade värde likaså.

### iZafe Group

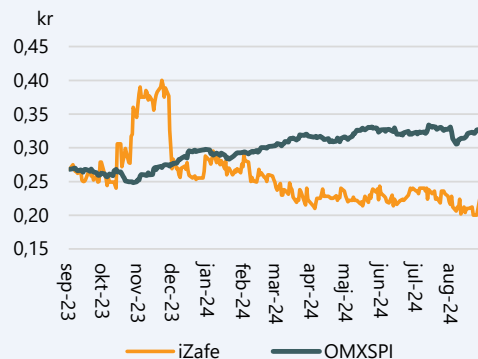
#### Rapportkommentar Q2-2024

Datum 5 september 2024  
Analytiker Oliver Uusitalo

#### Basfakta

Bransch Medicinteknik  
Styrelseordförande Björn Rosengren  
Vd Anders Segerström  
Noteringsår 2011 (Namnbyte från MediRätt)  
Listning First North Stockholm  
Ticker IZAFE B  
Aktiekurs, kr 0,21  
Antal aktier, milj. 275,6  
Börsvärde, SEKm 58  
Nettoskuld, SEKm -1  
Företagsvärde, SEKm 57  
Motiverat värde, kr 0,3  
Nästa rapport 2024-11-01

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	1	1,8	12	34
Bruttoresultat	0	2	3	25
Ebitda-resultat	-19	-13	-14	4
Rörelseres. (ebit)	-24	-36	-18	-1
Nettoresultat	-24	-32	-18	-2
Vinst per aktie	-0,1 kr	-0,1 kr	-0,1 kr	0,0 kr
Omsättningstillväxt	66%	142%	592%	176%
Bruttomarginal	0%	106%	24%	75%
Ebitdamarginal	neg.	neg.	neg.	13%
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	neg.
P/e-tal	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/ebit	neg.	neg.	neg.	neg.
Ev/ebitda	neg.	neg.	neg.	12
EV/omsättning	71	29	4,2	1,5

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

## Investeringsstes

### Marknad som backas av stora investeringsprogram

Enligt eHälsomyndigheten intar 280 000 svenskar sin medicin på dospåse. En bråkdel av dessa, ungefär 2–3000 patienter, uppskattar vi har en läkemedelsrobot. Konceptet förefaller välkänt bland kommuner och omnämns som en av flera rekommenderade våldfärdstekniker av Sveriges Kommuner och Regioner (SKR) för att Sverige år 2025 ska bli bäst på e-hälsa. Kombinationen av statliga drivkrafter, en åldrande befolkning som tar fler mediciner och uppenbara samhällsvinster för vård och omsorg bör användandet av en läkemedelsrobot öka framåt. På iZafes huvudmarknader är en ökad digitalisering och effektivisering genomgående trender. I Nederländerna finansierar regeringen offentliga och privata partnerskap för att utveckla nya hälsoteknologier och lösningar. I Spanien fokuserar hälso- och sjukvård till stor del på digital transformation och infrastrukturförbättringar och Portugal tillika Sverige adresserar personalbrist för att förbättra tillgången till hälso- och sjukvårdstjänster. Dessa investeringar återspeglar engagemanget för att stärka hälso- och sjukvårdssystemen samt förbättra tillgången till vård genom att använda digitala hjälpmedel, vilket spelar iZafe rakt i händerna.

### Intåget i Europa har börjat ge resultat

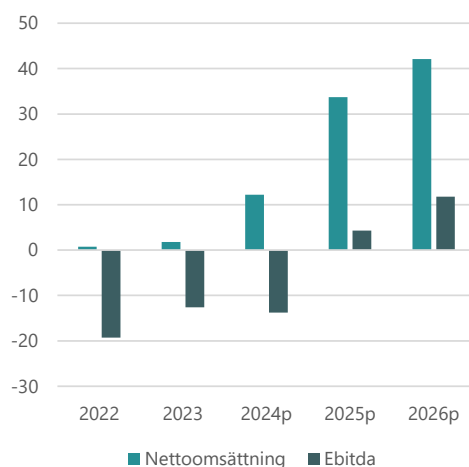
Under 2023 har iZafe aviserat ett flertal intressanta ordrar som tar Dosell ut på den europeiska marknaden och spänner över Holland, Spanien och Portugal. Det initiala ordervärdet uppskattar vi till över 60 mkr. Dessutom finns en potentiell uppsida i avtalsvärdena för utökade beställningar. Orderna skänker tilltro till Dosell som produkt och nu krävs en säkerställd produktion, leveransförmåga och integration. Därtill har iZafe ett spännande samarbete med Remedio på den italienska marknaden. Vid sidan av den internationella expansionen har bolaget bland annat vunnit en upphandling som avser tillhandahållande av Dosell till Västra Götalandsregionen (VGR). Det omfattar ca. 2000 enheter och iZafe uppskattar ordervärdet till 42–52 mkr. Avtalet är klart positivt och har fått positiva följd effekter på den svenska marknaden.

### Heltäckande erbjudande & attraktiv affärsmodell

Genom förvärvet av Pilloxa har iZafe breddat produkterbjudandet, ökat målgruppen skapat en attraktiv möjlighet att följa med patienten på hela dess resa. Från starten i att patienten börjar med en dosett, likt en instegslösning, och följande övergång till dospåse när situationen kräver det. Tillhörande appar från iZafe samt Pilloxa möjliggör även för att samla in data kring följsamhet under hela perioden. Produkterbjudandet möjliggör för fler intäktsben och genom en licensbaserad affärsmodell där försäljningen sker genom lokala partners kan iZafe nå höga bruttomarginaler och samtidigt hålla nere kostnaderna för marknadsföring och försäljning. Övertid ger det en god operativ hävstång, vilket bäddar för en stark resultattillväxt.

### Högre försäljning & stärkt resultat

Omsättning (ljus) & ebitda-resultat (mörk) i mkr. 2022–2026p.



Källa: Analysguidens prognoser

### Stor potential vid orderleverans

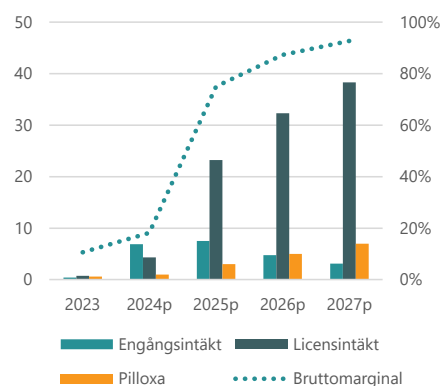
Uppskattade ordervärden från iZafe under Q2-24

Partner	Land	Längd	Ordervärde	Årl. licensintäkt slutår
Chiesi	Italien	3 år	1	0
IVE Ventures	Holland	3 år	16	6
Ti-Medi	Spanien	4 år	12	
MDM Pulse	Portugal	5 år	12,2	4,2
Kristiandsstad Kommun	Sverige	4 år	4	
Västra Götalandsregionen	Sverige	2 år	52	9,6
			<b>97</b>	<b>20</b>

Källa: Bolaget, Analysguiden

### Affärsmodell med flera intäktsben

Skiss för intäktsströmmar på avtalet från Holland, 2023–2027p



Källa: Analysguiden

Antaganden: Hårdvara 2500kr, licens 400kr/månad

## Utsikter & värdering

### Uppstartskomplikationer höll nere omsättningen

Nettoomsättning i kvartalet tog ett steg tillbaka och minskade med 58 procent på årsbasis till 0,17 mkr (0,4). Jämfört med föregående kvartal minskade omsättningen med 95 procent. Det har varit en bra bit under vår prognos. Framför allt förväntade vi oss omkring 1,0 mkr i återkommande licensintäkter i spåren av leveranserna till IVE-Ventures i Nederländerna.

Nettoomsättningen pressades av en justering av tidigare fakturerade belopp från Q1 2024 där ca. 5 procent av de producerade enheterna inte uppfyllde kvalitetskraven. Där rörde sig främst om störningar i leverantörens nätverksuppkoppling vilket påverkat driften av Dosell-enheter.

Ouppnådda kvalitetskrav och uppstartsproblem pressade nettoomsättningen under kvartalet. Vi uppskattar att justeringen minskade nettoomsättningen med 150–200 tkr och att bristande nätverksuppkoppling gjorde att vissa av Dosell-enheter inte kunde startas upp, varpå iZafe inte kunde ta ut några licensintäkter.

Problemet med nätverksuppkopplingen ska nu vara åtgärdat och iZafe avser att byta leverantör för att säkerställa driftsäkerheten. Vad gäller de uppnådda kvalitetskraven har iZafe återkallat, korrigerat och återigen levererat enheterna till IVE.

### Nya leveranser efter kvartalet & viktig strukturaffär

Efter kvartalet har även 500 enheter levererats till TI Medi i Spanien. Leveransen genomfördes i augusti och med tanke på de ökade kundfordringarna om 2,1 mkr (0,7) torde intäkterna från TI Medi och IVE synas i böckerna under Q3.

Vad gäller avtalet i Nederländerna har bolagets samarbetspartner IVE Ventures blivit uppköpta av ett dotterbolag inom TCCN-koncernen. TCCN är en oberoende aktör som stödjer läkare och vårdpersonal med digital vård och tillhörande tjänster. Bolaget har flertalet dotterbolag och avser implementera Dosell hos merparten av dessa. Dessutom har TCCN öppnat ett show-room för ökad exponering av Dosell i Nederländerna. Vi ser positivt på strukturaffären och bedömer att iZafe i och med detta har bättre förutsättningar att ta mark på den viktiga marknaden.

Som väntat genomfördes inga betydande leveranser av Dosell. Bolaget uppger dock att efterfrågan är god särskilt på den svenska marknaden där iZafes partner Zafe Care Systems har vunnit en upphandling med Kristianstads kommun för tillhandahållande av Dosell. Upphandlingen omfattar 150–190 enheter, med ett uppskattat ordervärde runt 4,0 mkr som spänner över 2024–2028. Zafe Care Systems är ett dotterbolag inom Addlife-koncernen. Bolaget är en leverantör av digitala tjänster inom välfärdsteknik och omsatte under 2023 drygt 58 mkr och gjorde 6,2 mkr i vinst. Inom ramen för avtalet med Kristianstads kommun kommer även Sensorems mobila trygghetslarm integreras med Dosell-enheter.

## Svagt kassaflöde & en ny finansieringslösning säkrad

Den låga försäljningen höll även nere rörelseresultatet som i kvartalet uppgick till -4,0 mkr. Likaså var fritt kassaflöde negativt om -4,4 mkr.

I kvartalet genomförde bolaget dock en nyemission och tillfördes 4,5 mkr. Efter kvartalet uppgav man att tillhörande teckningsoptioner TO14B makulerades till förmån för ett konvertibellån om 5,5 mkr med en årsränta på 15,6 procent. Långgivaren Exelity, en hedgefond som kombinerar aktieplaceringar och företagskrediter, har möjlighet att konvertera lånet till aktier till en kurs på 0,24 kronor. En konvertering skulle medföra en mindre utspädningseffekt på 8 procent.

I bästa av världar hade optionslösningen varit att föredra. I båda fallen hade en mindre utspädningseffekt tillkommit men nu dras bolaget även med räntekostnader uppemot 0,9 mkr per år, vilket ökar kassaförbrukningen och sätter press på kostnadskontrollen. iZafe uppger att anledningen till den nya finansieringslösningen hänförs till missinformation från bolagets finansiella rådgivare.

## Motiverat värde vid 0,3 kronor upprepas

Framgent bygger våra bygger på en högre leveranstakt än den bolaget uppvisat så här långt. Efter genomförda leveranser till IVE Ventures och TI Medi förväntas ytterligare 1 000 enheter levereras under andra halvåret 2024. För att IVE Ventures, eller numera TCCN, ska behålla exklusivtetsavtalet för Dosell på den nederländska marknaden är dem bundna att göra ytterligare en beställning på minst 1 000 enheter under året. Samma premiss gäller inom ramen för avtalet med VGR.

Vår uppfattning är att båda beställarna avser behålla exklusiviteten men eftersom inga beställningar är bekräftade så här långt tror vi dessa snarare kommer under det fjärde kvartalet. Det gör att vi skjuter på leveransen för delar av beställningarna till början av 2025.

Framflyttade leveranser minskar licensintäkterna, vilket gör att våra försäljningsestimat justeras ned med 42 procent för 2024. Det gör att prognosen för rörelseresultatet påverkas negativt till -18 mkr, från tidigare -14 mkr. I övrigt upprepar vi till stor del våra prognoser och vårt motiverade värde likaså. Övertid bygger prognosen på att iZafe leverera på samtliga ingångna avtal sedan Q1 2023.

Vid sidan om en accelererande leveranstakt krävs dessutom en fortsatt god kostnadskontroll. Detta är givetvis en tuff balansgång och det bör understrykas att prognoserna är befästa med en stor osäkerhet. Skjuts fler leveranser på framtiden kommer likviditeten bli tajt. I dagsläge räknar vi inte med att iZafe kräver ytterligare kapitalinjektioner men kassaförbränningen måste minska och bör hållas under lupp av investerare.

## Motiverat värde upprepas

Analysguidens kassaflödesmodell

Snitttillväxt 2023-2027	135%
Snitttillväxt 2028-2033	11%
Långsiktig ebit-marginal	27%
Evig tillväxttakt	2%
Avkastningskrav	14%
<b>Företagsvärde, EV</b>	<b>83</b>
Nettoskuld	-1
<b>Börsvärde, SEKm</b>	<b>84</b>
Antal utestående aktier, milj	276
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>0,3 kr</b>

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Analysguidens prognoser, mkr

	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
<b>Nettoomsättning</b>	1	2	11	35	46	53	62
Handelsvaror	1	2	9	17	5	4	6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>55</b>
Bruttomarginal	0%	55%	26%	52%	88%	93%	90%
Operativa kostnader	24	39	30	43	35	38	45
<b>Rörelseresultat</b>	-24	-36	-18	-8	10	16	16
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	-23%	22%	30%	27%
Avskrivningar	4	23	4	5	5	5	5
<b>Ebitda-resultat</b>	-19	-13	-14	-3	15	21	21
Ebitda-marginal	neg.	neg.	neg.	-9%	33%	39%	35%
Finansnetto	0	0	1	1	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-24	-36	-18	-9	10	16	16
Skatt	0	-4	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	-24	-32	-18	-9	10	16	16
<b>KF. Löpande verksamhet</b>	-21	-12	-11	2	1	6	18
<b>Fritt kassaflöde</b>	-24	-13	-12	0	-3	2	14
<b>Kassa</b>	2	6	3	3	1	2	17

Källa: Analysguidens prognoser

## Risker

### Obevisad affärsmodell

Försäljningen av Dosell inleddes under sent 2019 men tampades av brister med produkten, vilket påverkade lanseringen negativt. Huruvida försäljningen hade sett ut med en mer framgångsrik lansering är förstås omöjligt att svara på. Däremot går de att konstatera att ingen större försäljning hitintills genererats. Stor press framåt ligger därför på intäktsgenereringen från Dosell 3.0 (uppdatering lanserades i Q1 2024) och att bolaget kan visa på att affärsmodellen är gångbar.

### Negativa kassaflöden och finansieringsrisk

Vid utgången av Q2 uppgick kassan till 1,2 mkr. Trots en genomförd kapitalanskaffning utesluter vi inte att iZafe behöver mer kapital innan kassaflödespositivitet uppnås. Kassaförbränningen kan dessutom komma att öka i takt med att fler leveranser genomförs. Likviditetsplanering tillsammans med större leveranser och ökade kassaflöden är av största vikt för att minska, eller i bästa fall undvika behovet av externt kapital. För leveranserna till VGR har iZafe ett leverantörsavtal där betalning erläggs först när Dosell-enheten har överlåtits till kund och iZafe fått betalt. Vid leverans kommer iZafe dessutom fakturera tre års licensintäkter, vilket ger ett oerhört bra tillsköt till likviditeten. Det innebär att iZafe sannolikt inte binder särskilt mycket kapital kommande månaderna, trots en offensiv lanseringsplan. Med brasklappen att iZafe är i en tidig kommersialiseringsfas och framtida kapitalbindning är svårprognostiserat.

### Mycket tuff konkurrent på den nordiska marknaden

Marknadsledaren i Norden, Evondos, har läkemedelsrobotar implementerade i mer än 300 kommuner i Norden. Huruvida Dosell står sig gentemot Evondos läkemedelsrobotar blir avgörande i upphandlingsprocesser och således försäljningsutvecklingen i Norden. Under 2023 köpte Evondos upp Medido, en av de största aktörerna i Nederländerna. Evondos är en tuff konkurrent med riskkapital i ryggen, en betydligt större organisation och som redan lyckats väl i Norden.

### Inträde på nya marknader

Under inledningen av året har iZafe ingått samarbeten som spänner sig över Holland, Spanien och Portugal. Uppgifter som produktion, leveransförmåga och integrationer kan visa sig vara besvärligare än vad bolaget själva räknar med. Internationella expansioner är sällan bekymmersfria och det finns en risk för förseningar som kan ge nedslag i förväntade intäkter samt åtaganden.

### Svårt att prognostisera bolag i tidig fas

iZafe är i tidig kommersialiseringsfas. Det innebär att prognoser för försäljning, marginaler och kapitalbindning mm. bör tolkas med stor försiktighet. Vår värdering baseras på en förväntansbild om att iZafe växer omsättningen kraftigt med hyfsat bevarad kostnadsbas. Det kan te sig optimistiskt.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Oliver Uusitalo äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Oliver Uusitalo