

Befäster mark i Europa & presenterar guidning

Resultat i linje med prognos

Medicinteknikbolaget iZafe Group rapporterade i linje med vår prognos. Nettoomsättningen ökade till 2,3 mkr, motsvarande en tillväxt på 229 procent. Rörelseresultatet kom in -5,7 mkr (-21,5). Kostnaden för handelsvaror kom in högre än väntat, vilket beror på att försäljningen av hårdvara har rabatterats under kvartalet. iZafe uppvisar fortsatt god kostnadskontroll, vilket är avgörande under nuvarande skede.

Efter kvartalet aviserade bolaget om en genomförd riktad emission på 9,2 mkr. Detta var i linje med vår prognos. Uppskattningsvis uppgår kassan nu till 11 mkr och vi utesluter inte ytterligare kapitalbehov på ett års sikt. Bolagets affärsmodell öppnar däremot upp för erhållna förskottsbetalningar, vilket i kombination med ökade återkommande intäkter minskar kapitalbehovet. Vi räknar med att iZafe nå kassaflödespositivitet under 2026.

Tar sikte mot 85 miljoner kronor i ARR

Vad gäller bolagets expansion i Europa har iZafe under kvartalet lanserat Dosell i Spanien i samarbete med Ti Medi till 1 400 apotek. Vid sidan om det har bolaget mottagit en order på ytterligare 1 000 Dosell-enheter från sin nederländska distributör TCCN. Slutligen har Dosell certifierats för integration med Enovation UMO, en ledande vårdplattform i 18 länder som förenklar implementering och öppnar upp för ytterligare expansion i Europa.

iZafe har levererat 2 500 Doseller, varav strax under 1 000 har aktiverats och genererar återkommande intäkter. Den installerade basen utgör en bra grund för tillväxt och vid full aktiveringsgrad uppskattar vi att dem återkommande intäkter (ARR) uppgår till 12 mkr. Därtill har iZafe presenterat en guidning för ARR (årliga återkommande intäkter). För 2025 guidar bolaget för 10 mkr i ARR. Därefter räknar man med ytterligare tillväxt och fler ordrar från befintliga partners, vilket ska driva ARR uppemot 85 mkr per år vid 2029. Våra prognoser är något mer defensiva i nuläget.

Aktien rimligt prissatt i nuläget

Vi justerar våra prognoser och inkluderar den riktade emissionen. Baserat på Analysguidens huvudscenario värderas iZafe med ett implicit avkastningskrav på 10 procent. Vi upplever att aktien är rimligt prissatt relativt riskerna och sätter vårt motiverade värde vid 0,28 kronor. När bolaget sina finansiella ambitioner finns utrymme för en betydande värderingsuppsida. Vi har genomfört en scenarioanalys med tre scenarion, 1) Huvudscenario, 2) Optimistiskt, 3) Pessimistiskt. Därigenom når vi ett intervall mellan 0,0–0,9 kronor. Vi tror att fler ordrar parallellt med att bolaget fortsätter exekvera på befintliga avtal med god kostnadskontroll krävs för att lyfta aktien.

iZafe Group

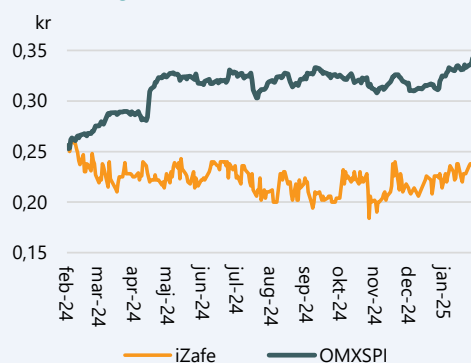
Rapportkommentar Q4-2024

Datum 19 februari 2025
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Medicinteknik
Styrelseordförande Richard Wolff
Vd Anders Segerström
Noteringsår 2011 (Namnbyte från MediRätt)
Listning First North Stockholm
Ticker IZAFE B
Aktiekurs, kr 0,26
Antal aktier, milj. 322
Börsvärde, SEKm 84
Nettoskuld, SEKm -6
Företagsvärde, SEKm 78
Motiverat värde, kr 0,28
Nästa rapport 2025-02-14

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2023	2024	2025p	2026p
Omsättning	1,7	8	20	37
Bruttoresultat	2	0	6	26
Ebitda-resultat	-13	-15	-13	3
Rörelseres. (ebit)	-36	-19	-18	-2
Nettoresultat	-32	-20	-19	-3
Vinst per aktie	-0,1 kr	-0,1 kr	-0,1 kr	0,0 kr
Omsättningstillväxt	131%	371%	148%	86%
Bruttomarginal	106%	0%	33%	71%
Ebitdamarginal	neg.	neg.	neg.	8%
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	neg.
P/e-tal	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/ebit	neg.	neg.	neg.	neg.
Ev/ebitda	neg.	neg.	neg.	28
EV/omsättning	46	9,8	4,0	2,1

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 väldfärdstekniker 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

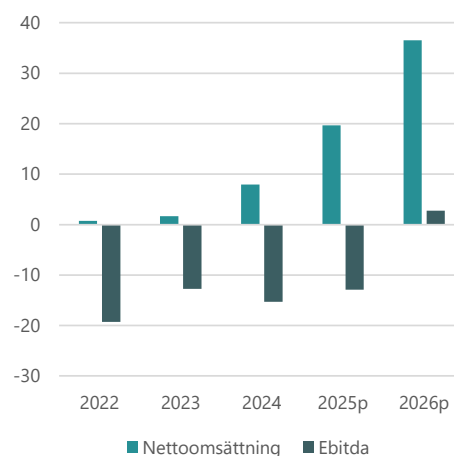
Under 2023 har iZafe aviserat ett flertal intressanta ordrar som tar Dosell ut på den europeiska marknaden och spänner över Holland, Spanien och Portugal. Det initiala ordervärdet uppskattar vi till över 60 mkr. Dessutom finns en potentiell uppsida i avtalsvärdena för ökade beställningar. Orderna skänker 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

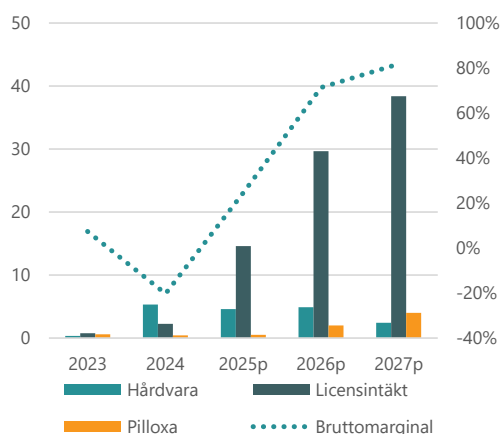
Uppskattade ordervärden från iZafe under Q2-24

Partner	Land	Längd	Ordervärde	Ärl. licensintäkt slutår
Chiesi	Italien	3 år	1	0
IVE Ventures	Holland	3 år	16	6
Ti-Medi	Spanien	4 år	12	
MDM Pulse Kristiansstad	Portugal	5 år	12,2	4,2
Kommun Västra Götalandsregionen	Sverige	4 år	4	
			97	20

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

Stigande omsättning efter större leverans

Medicinteknikbolaget iZafe Group rapporterade i linje med vår prognos. Nettoomsättningen ökade till 2,3 mkr, motsvarande en tillväxt på 229 procent. Förhelåret 2024 uppgick nettoomsättningen till 8,0 mkr. Drivet av fler leveranser av Dosell. Rörelseresultatet kom in -5,7 mkr (-21,5). Även det i linje med vår prognos. Kostnaden för handelsvaror kom in högre än väntat, vilket beror på att försäljningen av hårdvara har rabatterats under kvartalet. iZafe uppvisar fortsatt god kostnadskontroll, vilket är avgörande under nuvarande skede.

Expansionen i Europa fortsätter

Som en del av bolagets expansionsresa har iZafe lanserat Dosell i Spanien i samarbete med Ti Medi till 1 400 apotek. Det innebär att Dosell finns kommersiellt tillgänglig i Spanien och de första enheterna väntas tas i bruk inom kort.

Vidare har bolaget mottagit en order på ytterligare 1 000 Dosell-enheter från sin nederländska distributör TCCN. Ordern värderas till 3,0 mkr med förväntade återkommande intäkter på 4,8 mkr per år. Slutligen har bolaget certifierat Dosell för integration med Enovation UMO, en ledande vårdplattform i 18 länder som förenklar implementering i Nederländerna och öppnar upp för ytterligare expansion i Europa.

En större installerad bas lägger grunden för tillväxt

I en presentation i samband med kvartalsrapporten uppger bolaget att man nu levererat 2 500 Dosell-enheter och närmar sig 1 000 aktiva som genererar återkommande intäkter. Inom en 3–6 månaders period uppges resterande 1 500 enheter aktiveras. Vid full aktiveringsgrad uppskattar vi att dem återkommande intäkterna (ARR) uppgår till 12 mkr.

Kassan är påfylld men linan är allt jämt tunn

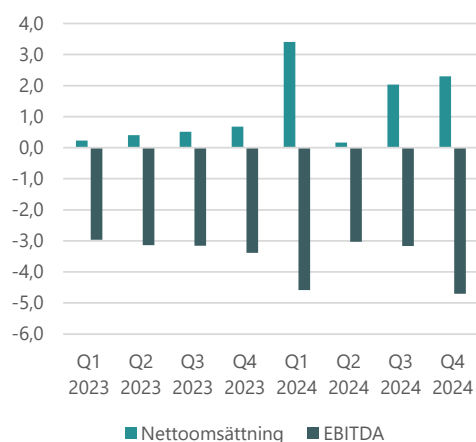
Efter kvartalet aviserade bolaget om en genomförd riktad emission på 9,2 mkr till teckningskursen 0,2 kronor. Detta var i linje med vår prognos. Uppskattningsvis uppgår kassan nu till 11 mkr. Under 2023 och 2024 uppgick det fria kassaflödet till -12-13 mkr per år. Vi utesluter inte ytterligare kapitalbehov på ett års sikt. Det är dock inte helt ovanligt att bolaget erhåller förskottsbetalningar från vissa avtal (t.ex. VGR), vilket stärker till likviditeten. Det tillsammans med en växande installerad bas av Dosell-enheter minskar kapitalbehovet på sikt.

Stärker den långsiktig bilden genom guidning

iZafe har presenterat en guidning för ARR (årliga återkommande intäkter). Dessa baseras på leveranstakten och aktiveringsgraden för Dosell-enheter. För 2025 guidar bolaget för 10 mkr i ARR. Den installerade basen har vuxit och vi tror fler leveranser kan ligga runt hörnet. Således framstår bolagets guidning som rimlig i närtid. Vi justerar våra prognoser efter rapporten och räknar med att nettoomsättningen stiger till 19,7 mkr för 2025.

Större leverans i kvartalet

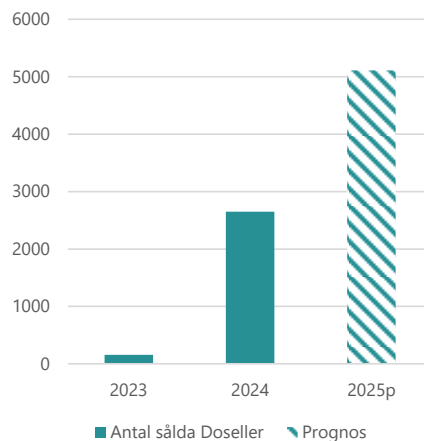
Omsättning (ljus) & ebitda-resultat (mörk) i mkr.
Q1 2023 – Q4 2024.



Källa: Bolaget

Den installerade basen växer

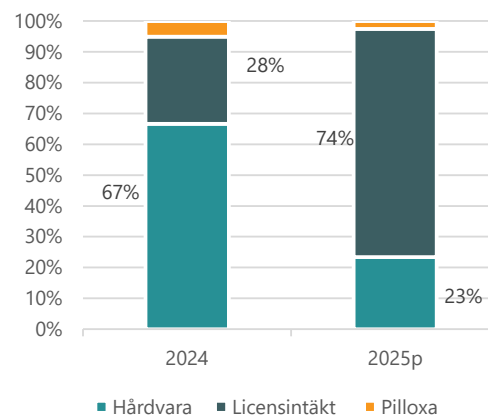
Accumulerat antal levererade Doseller 2023-2025p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognos

Licensintäkter gynnar marginalen

Produktmix 2024-2025p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognos

Vi tror att bruttomarginalen kan stärkas till 30 procent, dämpat av en fortsatt stor andel hårdvaru-intäkter med lägre lönsamhet. Fortsatt god kostnadskontroll krävs och vi uppskattar att operativa kostnader kommer in runt 19 mkr för 2025. En ökning med 26 procent. Vi räknar med att iZafe når kassaflödespositivitet under 2026.

Scenario-analys härleder ett intervall upp till 0,9 kr

Efter prognosjusteringarna och inkludering av den riktade emissionen, vilket har ökat antalet aktier till 322 miljoner från 276, värderas iZafe med ett implicit avkastningskrav på 10 procent. Vi upplever att aktien är rimligt prissatt relativt riskerna och sätter vårt motiveerade värde vid 0,28 kronor, vilket baseras på Analysguidens kassaflödesmodell.

På några års sikt räknar bolaget med en kraftig tillväxt fram till 2029. Då förväntas man generera 85 mkr i ARR. När man dit värderas iZafe-aktien i nuläget strax under 1x dem årliga återkommande intäkterna.

Vår jämförelsetabell av bolag med liknande affärsmodell ger skenet av att det är en låg värdering. I genomsnitt värderas dessa typer av SaaS/medtech-bolag med en hög andel återkommande intäkter högt, inte sällan med tvåsiffriga försäljningsmultiplar. iZafe har en attraktiv affärsmodell och lyckas bolaget öka ARR i linje med sin ambition finns potential för hög tillväxt och en möjlighet att nå marginaler i linje med vår jämförelsetabell. För att marknaden ska lyfta värderingen linje med jämförbara bolag krävs sannolikt fler ordrar samt att iZafe levererar fler Dosell-enheter med god kostnadskontroll.

Höga multiplar bland jämförbara bolag

Bolagsnamn	Börsvärde	Bruttomarginal	EBIT-marginal	EV/S - Snitt	EV/EBITDA - Snitt	Omsättnings-tillväxt 25p
Fortnox	45 920	100%	43%	29	53	22%
Camurus	38 036	93%	25%	18	89	53%
Bonesupport	23 140	92%	12%	21	237	53%
Xvivo Perfusion	14 883	75%	11%	22	104	29%
Surgical Science	9 634	69%	17%	18	38	1%
Revenio	7 794	70%	25%	12	26	8%
SmartCraft	4 357	92%	28%	9	24	27%
Admicom	2 713	96%	23%	12	17	10%
BICO Group	2 647	58%	-41%	10	-29	-11%
Devysar Diagnostics	2 169	80%	-27%	9	-38	46%
I.A.R Systems	1 921	40%	24%	4	12	-3%
Genovis	1 902	104%	35%	32	117	22%
Sedana Medical	1 856	71%	-28%	25	-38	23%
Formpipe Software	1 411	100%	5%	3	16	9%
Paxman	1 323	70%	13%	6	30	27%
OssDsign	1 223	95%	-37%	7	-11	41%
ArcticZymes	1 047	92%	-1%	20	102	12%
Gentian Diagnostics	771	54%	10%	7	-65	32%
Upsales	556	67%	19%	8	22	5%
LeadDesk	403	75%	-3%	4	14	6%
Physitrack	215	24%	19%	4	5	650%
Litium	142	66%	1%	4	259	11%
Divio Technologies	71	99%	-70%	5	-5	61%
Medel	7 136	78%	19%	13	69	49%

Källa: Refinitiv

Positivt kassaflöde 2026

Nettoomsättning, ebitda och fritt kassaflöde i mkr 2022-2026p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognos

Analysguidens kassaflödesmodell

Sammanställning av Analysguidens kassaflödesmodell.

Snitttillväxt 2023-2027	127%
Snitttillväxt 2028-2033	11%
Långsiktig rörelsemarginal	13%
Evig tillväxttakt	2%
Avkastningskrav	10%
Företagsvärde, EV	84
Nettoskuld	-6
Börsvärde, SEKm	90
Antal utestående aktier, milj	322
Motiverat värde per aktie	0,28 kr

Källa: Bolaget, Analysguidens prognos

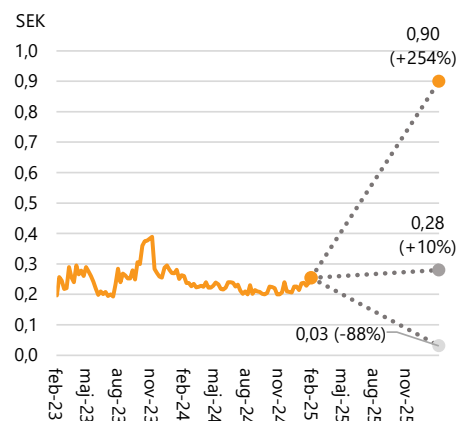
Potential för den riskvillige

Analysguidens scenarioanalys:

Bas: Analysguidens huvudscenario återspeglas i vår kassaflödesmodell.

Offensivt: 85 mkr i ARR 2029, en värdering mellan 4-6x försäljningen (ett urval bland jämförbara bolag baserat på storlek och marginalprofil) samt ett avkastningskrav på 10 procent.

Defensivt: Fortsatt beroende av externt kapital. Stelnar kapitalmarknaderna och riskviljan försvinner kan inte en fortsatt drift garanteras.



Källa: Analysguidens prognos

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 Q4 uppgick kassan till 2,2 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. Till skillnad från Evondos, som riktar sig till större kommuner, erbjuder Dosell en mer flexibel och kostnadseffektiv lösning för både privata och offentliga vårdgivare. Dessutom har iZafe ett tätt samarbete med distributörspartners som Ti Medi, Enovation och TCCN, vilket möjliggör för en snabbare marknadsuttrullning.

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.

Disclaimer

Aktiespararna, 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