

Dags att leverera på välfylld orderbok

Leverans till Nederländerna – mer att vänta 2024

Nettoomsättningen i Q4 uppgick till 0,7 mkr (0,2), motsvarande en tillväxt på 250%. Dels drivet av försäljningen av Dosell, dels förvärvat av Pilloxa. För helåret 2023 summeras nettoomsättningen till 1,8 mkr (0,7), exklusive övriga rörelseintäkter från vidareuthyrning av delar av bolagets lokaler på 1,6 mkr (0,1). Nettoomsättningen nådde inte våra förväntningar på 3 mkr för helåret. Vi räknade med att iZafe skulle erhålla en betalning för de 1 000 Dosell-enheter som beställdes av IVE Ventures. Noterbart är dock de höga kundfordringarna på 3,2 mkr (0,5). Vi uppskattar att majoriteten utgörs av ovan nämnda enheter, vilket förväntas träffa böckerna under Q1 2024. Det är allt jämt positivt att iZafe så sakteligen börjar rulla ut och leverera på orderboken som dagsläget uppgår till 106–125 mkr över en 4–6 års period.

Nedskrivning belastar resultatet

iZafe är fortsatt stringenta med kostnaderna som över lag kom in lägre än förväntat. Vad som utmärker sig bland kostnaderna är dock en nedskrivning på 15 mkr kopplat till övervärden och goodwill som uppkom vid förvärvet av Pilloxa. Nedskrivningen påverkar inte kassaflödet och genomfördes mot beslutet att prioritera resurserna för att skala upp distributionen av Dosell. Vi tycker det är klokt att allokera resurserna till Dosell då det utgör den större potentialen. iZafe påpekar dock att Pilloxa över tid fortsatt är en viktig del av koncernen. Nedskrivningen har ingen större påverkan på vår värdering av iZafe. Initialt har vi varit försiktiga i våra prognoser avseende Pilloxa. För helåret 2024 räknar vi med att Pilloxa bidrar med en nettoomsättning omkring en miljon kronor till koncernen.

Fler leveranser väntar – motiverat värde upprepas

Inför 2024 inväntar fortsatta leveranser till framför allt Nederländerna, Spanien samt avtalet med VGR som så här långt är bolagets största. Någon tidsplan har inte kommunicerats men i en VD-intervju lyfter bolaget fram att i takt med att visibiliteten för orderna förbättras kan iZafe börja kommunicera tydligare guidning vad gäller omsättnings och vinst. Förhoppningen är att börja guida investerare under andra halvåret av 2024. Vi gör mindre nedjusteringar av våra prognoser inför 2024. Vi räknar med att bolaget når 18 mkr i nettoomsättning med ett ebitda-resultat på -5, för att vända om till lönsamhet redan året därpå. Kassa uppgick till 5,8 mkr vid kvartalets slut. Likviditeten är tajt men med förmånliga leveransavtal främst till VGR, räknar vi inte med att någon extra kapitalinjektion under 2024. De internationella avtalen samt upphandlingen med VGR ger stöd åt våra långsiktiga prognoser, vilka till stor del upprepas. Vi upprepar motiverat värde vid 0,4 kronor med stöd av en kassaflödesmodell (se sammanfattande tabell på nästa sida). Analysguiden gillar bolagets affärsmodell och tror att iZafe kan nå höga bruttomarginaler över tid.

iZafe Group

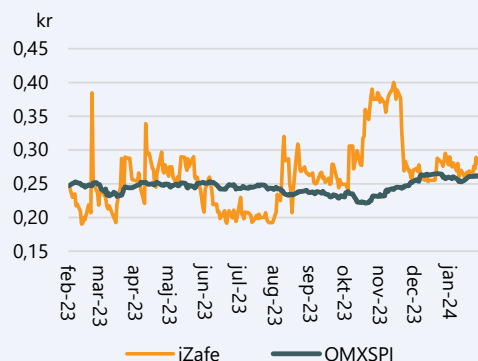
Rapportkommentar Q4-2023

Datum	12 februari 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	0,3 kr
Antal aktier, milj.	251
Börsvärde, SEKm	68
Nettoskuld, SEKm	-6
Företagsvärde, SEKm	62
Motiverat värde	0,4 kronor
Nästa rapport	2024-04-26

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024p	2025p
Omsättning	1	1,8	18	37
Bruttoresultat	0	2	13	29
Ebitda-resultat	-19	-13	-5	7
Rörelseres. (ebit)	-24	-36	-12	0
Nettoresultat	-24	-32	-12	0
Vinst per aktie	-0,1 kr	-0,1 kr	0,0 kr	0,0 kr
Omsättningstillväxt	66%	142%	930%	104%
Bruttomarginal	0%	106%	67%	78%
Ebitdamarginal	neg.	neg.	neg.	19%
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	1%
P/e-tal	neg.	neg.	neg.	338
EV/ebit	neg.	neg.	neg.	309
Ev/ebitda	neg.	neg.	neg.	9
EV/omsättning	85	35	3,4	1,7

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Investeringsstes

Ung och omogen marknad med hög tillväxtpotential

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. Däremot är implementationen i tidig fas med låga beställningsvolymen. Blickar vi till marknadsledaren Evondos vittnas dock om en hög efterfrågan under de senaste åren. I kombination med statliga drivkrafter, en åldrande befolkning som tar fler mediciner och uppenbara samhällsvinster för vård och omsorg bör användandet öka framåt. Adderar vi Norge och Finland så uppskattar vi iZafe att marknaden växer till omkring 500 000 dospåspatienter.

Intåget i Europa har börjat ge resultat

Under 2023 har iZafe aviserat ett flertal intressanta ordrar som tar Dosell ut på den europeiska marknaden. Fyra samarbeten som spänner över Holland, Storbritannien, Spanien och Portugal. Det initiala ordervärdet uppskattar vi till över 60 mkr spänt över några år. Dessutom finns en potentiell uppsida i avtalsvärdena för utökade beställningar. Orderna skänker tilltro till Dosell som produkt och nu kvarstår det viktiga arbetet i att säkerställa produktion, leveransförmåga och integration. Därtill har iZafe ett spännande samarbete med Remedio på den italienska marknaden. Vid sidan av den internationella expansionen har bolaget 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 kan få positiva följeffekter på den svenska marknaden.

Håller patienten i handen under hela resan

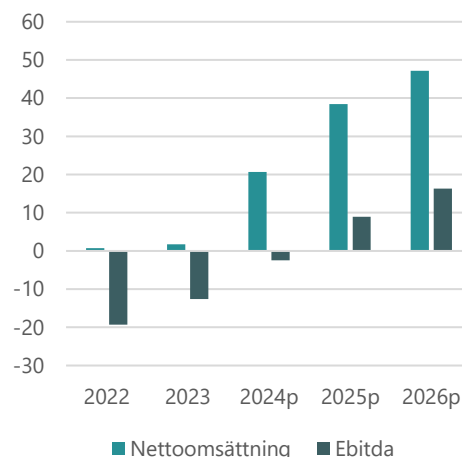
Innan förvärvet av Pilloxa var iZafe i mångt och mycket beroende av dospåsmarknaden och dess hitintills låga penetrationsgrad. Pilloxa, som utöver deras mjukvaruplattform, innehar en smart pillerbox medför dels ett minskat beroende av dospåsmarknaden, dels en större målgrupp samt en attraktiv möjlighet 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.

Spänner bågen efter transformativt förvärv

Pilloxa har utvecklat en mjukvaruplattform som syftar till att stödja patienter kring bristande medicinering och uppföljning. Plattformen är färdigutvecklad och lanserades 2023. Plattformen erbjuds till små/medelstora läkemedelsbolag och målsättningen är att nå en bruttomarginal på ~85% i takt med att befintliga kunder utökar sin tjänst och nya kunder tillkommer. Förvärvet möjliggör för fler intäktsben, realisering av kostnadssynergier och korsförsäljning mellan iZafes och Pilloxas befintliga kunder.

Högre försäljning & stärkt resultat

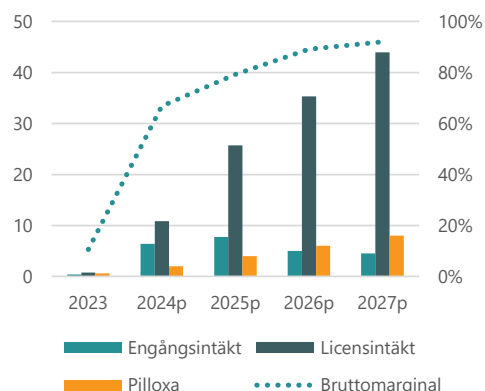
Omsättning (ljus) & ebitda-resultat (mörk) i mkr. 2022-2026p.



Källa: Analysguidens prognoser

Affärsmodell med flera intäktsben

Skiss för intäktsströmmar på avtalet från Holland, 2023p-2025p



Källa: Analysguiden

Antaganden: Hårdvara 2500kr, licens 500kr/månad

Motiverat värde upprepas vid 0,4 kr

Sammanfattande tabell över Analysguidens kassaflödesmodell

Snitttillväxt 2023-2027	138%
Snitttillväxt 2028-2033	12%
Långsiktig ebit-marginal	31%
Evig tillväxttakt	2%
Avkastningskrav	14%
Företagsvärde, EV	86
Nettoskuld	-6
Börsvärde, SEKm	92
Antal utestående aktier, milj	251
Motiverat värde per aktie, SEK	0,4 kr

Källa: Analysguidens prognoser

Tilltagande intresse i Sverige?

Analysguiden har pendlat aningen i uppfattningen ifall hemmamarknaden Sverige eller den internationella spelplanen är iZafes viktigaste. Vid inledningen av 2023 meddelade iZafe flertalet internationella ordrar från bland annat Nederländerna, Spanien och Portugal (se mer uttömmande information nedan). Pendeln svängde dock när iZafe under hösten vann sin största upphandling hittills. Då påpekade även ledningen ett tilltagande intresse i Sverige. I december tilldelades iZafe ytterligare en upphandling av Helsingborg Stad. Upphandlingen omfattade 150–400 Doseller värderade till 5,5–13,8 mkr. Några dagar senare avbröts dock upphandlingen på grund av brister i stadens upphandlingsdokument och förväntades återupptas i januari 2024. Inget nytt har hörts och hur processen ser ut nu vet vi inte. Tilldelas iZafe upphandlingen så skulle det sannolikt leda till uppjusterade prognoser.

Stora ordrar att leverera på internationell spelplan

iZafe har under året aviserat ett flertal intressanta ordrar som tar Dosell ut på den europeiska marknaden. Den största ordern tecknades tillsammans med IVE Ventures (IVE) och avser den holländska marknaden. En första beställning är genomförd på 1000st Doseller och om IVE vill behålla sin exklusivitet är bolaget förbundna att köpa ytterligare 1000st under 2024 och 2025. iZafe uppskattar ordervärdet till 16 mkr, vilket bygger på den initiala beställningen (1000st) samt löpande intäkter för dessa enheter fram tills 2025. iZafe har genomfört alla nödvändiga anpassningar för en lansering i Nederländerna. En första del har lanserats och mottagandet har varit bra.

Lansering till mer än 650 apotek i Spanien & Portugal

Ett samarbetsavtal ingicks med en portugisisk återförsäljare av medicintekniska produkter, MDM Pulse. Minimumåtagandet till 2028 uppgår till 12,2 mkr och förväntas därefter generera löpande intäkter om 4,2 mkr på årsbasis. Vi uppskattar det minsta åtagandet till ~875st Doseller. Lanseringen förväntas under början av 2024 och initialt är fokus på B2C-marknaden för att därefter rikta försäljningen mot B2B. Därtill har iZafe etablerat ett samarbete med Ti-Medi, vilka säljer dosförpackningsmaskiner till mer än 650 apotek i Spanien och Portugal. Samarbetsavtalet omfattar ett minimumåtagande om 1800st Doseller över fyra år, motsvarande ett ordervärde om 12 mkr. Dosell har implementerats i Spanien, de lokala anpassningarna har genomförts och iZafe har levererat de 30 första enheterna så samarbetspartnern TI-medi kan påbörja praktisk testning. Det uppskattas ta några månader och vid framgångsrik avslutning av testfasen kan större leveranser inträffa.

På god väg att avsluta pilotstudie i Storbritannien

Ett exklusivt samarbetsavtal ingicks med Targeted Outcomes som ges rätten att sälja och marknadsföra Dosell i Storbritannien under en femårsperiod. Minimumåtagandet till 2027 avser 1810st Doseller med ett förväntat ordervärde om 18,7 mkr för att därefter generera 7,9 mkr i årliga licensintäkter. iZafe genomför nu en första pilotstudie och initial försäljning förväntas öka gradvis. Marknaden är stor men mognadsgraden är låg och i närtid förväntar vi oss inga anmärkningsvärda volymer från samarbetet. Utöver det har iZafe planerade leveranser till Norge och Finland.

Stor potential vid orderleverans

Uppskattade ordervärden från iZafe under Q4-23

Partner	Land	Längd	Årl.	
			Order- värde	licensintäkt slutår
Chiesi	Tyskland	3 år	1	0
Targeted	GB	5 år	18,7	7,9
IVE Ventures	Holland	3 år	16	6
Ti-Medi	Spanien	4 år	12	?
MDM Pulse	Portugal	5 år	12,2	4,2
Västra Götalandsregionen	Sverige	2 år	52	9,6
			112	28

Källa: Bolaget, Analysguiden

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 2.0 och att bolaget kan visa på att affärsmodellen är gångbar.

Negativa kassaflöden och finansieringsrisk

Vid utgången av Q4 uppgick kassan till 5,8 mkr. Vi utesluter inte att iZafe behöver mer kapital innan kassaflödespositivitet uppnås. Däremot är ledningen komfortabla med att befintliga medel är tillräckliga. 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 Oy, har läkemedelsrobotar implementerade i mer än 300 kommuner i Norden. Huruvida Dosell 2.0 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 lyckats väl i Norden.

Inträde på nya marknader

Under inledningen av året har iZafe ingått fyra samarbeten som spänner sig över Holland, Storbritannien, 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 försejningar som kan ge nedslag i förväntade intäkter samt åtaganden.

Svårt att prognostisera bolag i tidig fas

iZafe är ett bolag i tidig kommersialiseringsfas, vilket innebär att prognoser för försäljning, marginaler, kapitalbindning mm. blir en svår uppgift för oss som extern. Vår värdering i huvudscenariot baseras på en förväntansbild om att iZafe växer omsättningen kraftigt med hyfsat bevarad kostnadsbas. Det kan te sig optimistiskt men bygger på antagandet att iZafe och Pilloxa nått ett stadie där produktutvecklingstakten kommer minska. Första halvåret för 2023 vittnar även om att kostnadsbesparingarna burit frukt. Sammantaget finns det många antaganden i vår prognos (sträcker sig till 2033) som gör värderingen svår och således bör tolkas med stor försiktighet.

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