

Rekordstort avtal i Sverige

Påbörjat leveranserna till Nederländerna

Nettoomsättningen i Q3 uppgick till 0,5 mkr (0,08), motsvarande en tillväxt över 500%. Dels drivet av försäljningen av Dosell, dels förvärvat av Pilloxa. Utöver det har iZafe under kvartalet erhållit 0,4 mkr för vidareuthyrning av delar av bolagets lokaler. Det är en extra intäkt som förväntas bestå framöver. Under kvartalet har ett hundratal Dosell-robotar skeppats till Nederländerna och det initiala mottagandet har varit bra. Men för att maximera kundupplevelsen krävs mindre justeringar från samarbetspartnern IVE-venture, varpå de större leveranserna dröjer. Vi räknar fortsatt med att de 1000 första enheterna kommer levereras innan årsskiftet. Sedan januari uppgår försäljningen till 1,1 mkr och våra helårsprognoser på 3 mkr upprepas. På kostnadssidan var det inga överraskningar och rörelseresultatet kom in på -5 mkr (-5,7). iZafe är mycket kostnadsmedvetna och vi uppskattar att bolaget möter vår helårsprognos.

Rekordavtal i Sverige & större lanseringar närmar sig

iZafe har ingått i fyra intressanta internationella avtal. Så här långt har mindre leveranser genomförts till Spanien och Nederländerna. Mottagandet har varit bra och iZafe har ökat produktionstakten av Dosell, varpå större leveranser kan komma i gång under början av 2024. 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. Vi har tidigare skrivit en mer utförlig [kommentar kring upphandlingen](#). Avtalet är klart positivt och kan få positiva följd effekter på den svenska marknaden. Även aktiemarknaden uppskattade avtalet och handlade upp aktien till ett nytt årshögsta kring 0,4 kronor.

Kortsiktiga försäljningsprognoser justeras upp

Efter rapporten justeras våra försäljningsprognoser upp med 35 procent för 2024 och 2025. Vi upprepar våra kostnadsantaganden, vilket får positivt genomslag på resultatet. Vi gillar bolagets affärsmodell och tror att iZafe kan nå höga bruttomarginaler över tid. Lägg därtill att kunderna ofta är inom den mer stabila offentliga sektorn. Kassan rapporterades in på 8 mkr och vi utesluter inte ett ytterligare externt kapitalbehov. Ledningen är dock komfortabla med att befintliga medel ska vara tillräckligt för att uppnå kassaflödespositivitet. Vår bedömning är att likviditetsplanering och större leveranser är av största vikt för att minska det externa kapitalbehovet. För leveranserna till VGR har iZafe ett leverantörsavtal där betalning erläggs först när Dosell-enheten har överlåtits till kund och iZafe fått betalt. Framtida kapitalbindning är svårprognostiserat men leverantörsavtalet framstår som positivt och innebär att iZafe sannolikt inte binder särskilt mycket kapital kommande månader, trots en offensiv lanseringsplan. De internationella avtalen samt upphandlingen med VGR ger stöd åt våra långsiktiga prognoser, vilka till stor del upprepas. Vår kassaflödesmodell indikerar ett motiverat värde vid 0,4 kronor (0,3).

iZafe Group

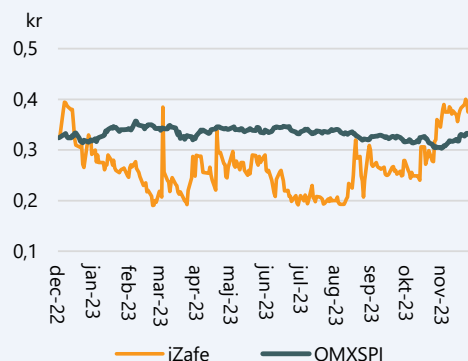
Rapportkommentar Q3-2023

Datum 30 november 2023
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 75
Nettoskuld, SEKm -8
Företagsvärde, SEKm 83
Webbplats www.izafe.se

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	1	3	20	40
Bruttoresultat	0	2	15	32
Ebitda-resultat	-19	-14	-4	9
Rörelseres. (ebit)	-24	-21	-12	1
Nettoresultat	-24	-21	-12	1
Vinst per aktie	-0,1 kr	-0,1 kr	0,0 kr	0,0 kr
Omsättningstillväxt	66%	376%	487%	98%
Bruttomarginal	0%	47%	75%	80%
Ebitdamarginal	neg.	neg.	neg.	23%
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	3%
P/e-tal	neg.	neg.	neg.	67
EV/ebit	neg.	neg.	neg.	59
Ev/ebitda	neg.	neg.	neg.	7
EV/omsättning	91	19	3,2	1,6

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 beställningsvolymmer. 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

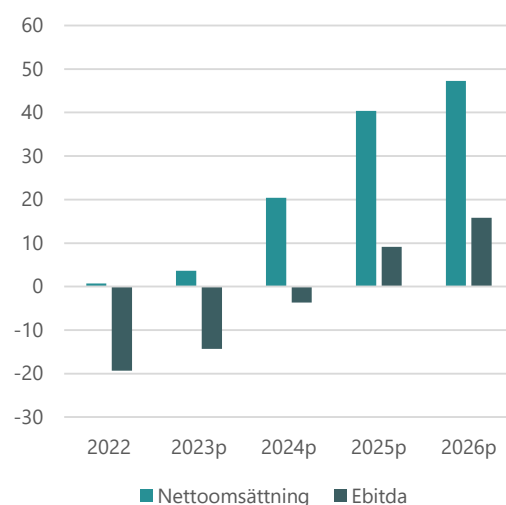
Innan förvärvet av Pilloxa var iZafe i mångt och mycket beroende av dospåsmarknaden och dess hitintills låga penetrationsgrad. Pilloxa, som utöver deras mjukvaruplattform, innehar en smart pillerbox medför dels ett minskat beroende av dospåsmarknaden, dels en större målgrupp samt en attraktiv möjlighet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

Stor potential i orderleverans

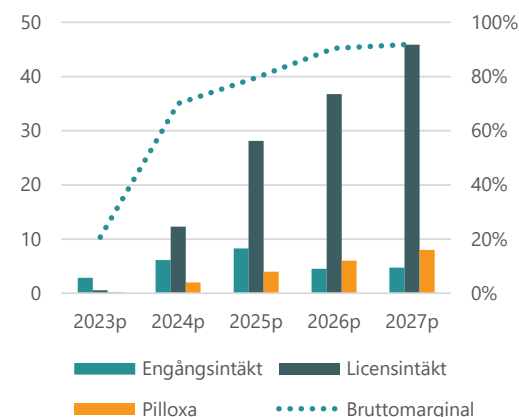
Uppskattade ordervärden från iZafe under Q3-23

Partner	Land	Längd	Order-värde	Årl. licensintäkt slutår
Chiesi	Italien	3 år	1	0
Targeted Outcomes	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

Bruttomarginal kan överstiga 80%

Försäljningsprognoser per produkt i mkr (stapel, vänster). Bruttomarginal i & (linje höger). 2023p–2027p.



Källa: Analysguidens prognoser

Utsikter och värdering

iZafe och Atea gick segrande från en upphandling med Västra Götalandsregionen för tillhandahållande av Doseller. Upphandlingen omfattar en leverans om 1 800 till maximalt 2 250 Dosellenheter över två år med möjlighet för två års förlängning. Vid aviseringstillfället var avtalet dock inte påskrivet. Det föreföll en överklagsrätt upp till 10 dagar från konkurrerande aktörer, vilket erlades. Dock drogs det tillbaka och avtalet är nu signerat. Avtalet är positivt då volymerna på den svenska marknaden ökar samt vittnar om att Dosell 2.0 är en konkurrenskraftig produkt på den inhemska marknaden. Det kan dessutom få positiva effekter då andra regioner kan få upp ögonen för digitala hjälpmedel till vården, vilket spelar iZafe rätt i händerna.

Rekordavtal i Sverige föranleder prognosjusteringar

Efter rekordavtalet med VGR justeras våra försäljningsprognoser för 2024 och 2025 upp med 35 procent. Vi upprepar våra kostnadsantaganden, vilket får positivt genomslag på resultatet. Nu räknar vi med att iZafe når svarta siffror under 2025, tidigare 2026 (se tabellen intill). Vi gillar iZafe affärsmodell som till stor del bygger på återkommande licensintäkter. Det bäddar för höga bruttomarginaler över tid. Med en effektiv sälj- och administrationsfunktion kan bolaget nå höga marginaler. Lägg därtill att kunderna ofta är inom den mer stabila offentliga sektorn där efterfrågan inte påverkas av konjunkturen i samma utsträckning som den privata. Visibiliteten i ordererna är dock låg och variationen i utfallet påverkas kraftigt av enskilda lanseringar.

Vid utgången av Q3 uppgick kassan till 8 mkr. Vi utesluter fortsatt inte att iZafe behöver mer kapital innan kassaflödespositivitet uppnås. Däremot ska nämnas att ledningen är 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. Med brasklappen att iZafe är i en tidig kommersialiseringsfas och framtida kapitalbindning är svårprognostiserat så framstår leverantörsavtalet som positivt. Det innebär att iZafe sannolikt inte binder särskilt mycket kapital kommande månaderna, trots en offensiv lanseringsplan.

De internationella avtalen samt upphandlingen med VGR ger stöd åt våra långsiktiga prognoser, vilka till stor del upprepas. Avtalet med VGR framstår som positivt varpå motiverat värde justeras upp till 0,4 kronor (0,3), med stöd av vår kassaflödesmodell (se sammanfattande tabell intill). Volatiliteten i aktien är noterbar. iZafe är ett litet bolag och aktien är illikvid. Det kan skapa svängningar när större ägare förändrar sitt innehav. Den 28:e november 2022 tillträdde iZafe förvärvet av Pilloxa varpå de tre grundarna i det förvärvade bolaget erhöll 50 miljoner aktier i iZafe. Tildelningen hade en lock-up period på 1 år (till 28:e november 2023). Grundarna hade inget större intresse av att vara en del av den nya koncernen varpå ett kortsiktigt säljtryck lade sig över aktien. Illikvida aktier är alltså en risk i mindre bolag och allt eftersom bolaget växer kommer sannolikt handeln jämnas ut.

Prognoser & nyckeltal

Prognoser i mkr.

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	1	3	20	40
Bruttoresultat	0	2	15	32
Ebitda-resultat	-19	-14	-4	9
Rörelseres. (ebit)	-24	-21	-12	1
Nettoresultat	-24	-21	-12	1
Vinst per aktie	-0,1 kr	-0,1 kr	0,0 kr	0,0 kr
Omsättningstillväxt	66%	376%	487%	98%
Bruttomarginal	0%	47%	75%	80%
Ebitdamarginal	neg.	neg.	neg.	23%
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	3%
P/e-tal	neg.	neg.	neg.	67
EV/ebit	neg.	neg.	neg.	59
Ev/ebitda	neg.	neg.	neg.	7
EV/omsättning	91	19	3,2	1,6

Källa: Analysguiden

Motiverat värde höjs till 0,4 kr

Sammanfattande tabell över Analysguidens kassaflödesmodell.

Snitttillväxt 2023-2027	101%
Snitttillväxt 2028-2033	12%
Långsiktig ebit-marginal	31%
Evig tillväxttakt	2%
Avkastningskrav	14%
Företagsvärde, EV	99
Nettoskuld	-9
Börsvärde, SEKm	108
Antal utestående aktier, milj	251
Motiverat värde per aktie, SEK	0,4 kr

Källa: Analysguiden

Intressanta internationella avtal

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. Analysguiden räknar med lansering för de 1000 första enheterna under genomförs under Q4 2023. iZafe har genomfört alla nödvändiga anpassningar för en lansering i Nederländerna. En första del av de första 1 000 enheterna har lanserats under Q3 och mottagandet har varit bra. I figuren intill har vi skissat på möjliga intäktsflöden från IVE. Vi har antagit minimibeställningen (3000st) samt att IVE är nöjda med Dosell och vill behålla exklusiviteten. Utfallet kan bli bättre om lanseringen blir mer framgångsrik eller sämre om motsatsen infaller. Premissen gäller för samtliga orders presenterade nedan.

Lansering till mer än 650 apotek i Spanien & Portugal

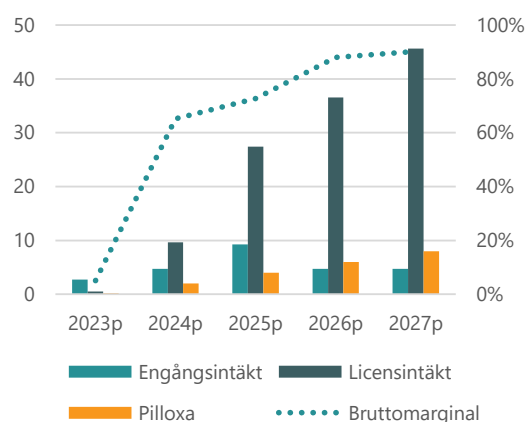
Ett samarbetsavtal ingicks med en portugisisk återförsäljare av medicintekniska produkter, MDM Pulse. Minimumåtagandet till 2028 uppgår till 12,2 mkr och förväntas därefter generera löpande intäkter om 4,2 mkr på årsbasis. Givet att licensintäkten uppgår till 400kr/månad, motsvarar det minsta åtagandet ~875st Doseller. Lansering 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. Samarbetet tar sannolikt liknande form som samarbetet med Sempli Farma i Italien. 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 är på god väg att genomföra en första pilotstudie, vilket är starten på en initial försäljning som förväntas öka gradvis från årsskiftet. Marknaden är stor men mognadsgraden är låg och i närtid förväntar vi oss inga anmärkningsvärda volymer från samarbetet. Men långsiktigt är potentialen god och i takt med att marknaden mognar förväntas försäljningen tillta. Utöver det har iZafe planerade leveranser till Norge och Finland.

Affärsmodell med flera intäktsben

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



Källa: Analysguiden

Antaganden: Hårdvara 2500kr, licens 500kr/månad

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 det tredje kvartalet 2023 uppgick kassan till 9 mkr. Rörelsen är fortsatt kassaflödesnegativ och vi utesluter inte ett ytterligare externt kapitalbehov. Vår bedömning är att kan klara 2024 utan ytterligare finansieringsbehov. Om man därefter inkluderas en emission i storleksordningen 10 mkr till hyfsade villkor pressas det motiverat värde strax under 40 öre. Marginalen är tunn och likviditetsplanering och att få till större leveranser framstår som oerhört viktigt för att minska, eller i bästa fall undvika ett externt kapitalbehov.

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 förseningar 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