

Förenkla vardagen med dospåsar

Mangold inleder bevakning av hälsovårdsbolaget iZafe och rekommenderar Köp med riktkursen 6,00 kronor per aktie på 12 månaders sikt. iZafe är tillverkare av läkemedelsroboten Dosell, en dospåautomat som övervakar, påminner, matar ut och klipper upp dospåsen till patienter inför intag. Köpare av Dosell utgörs primärt av kommuner, men under 2021 väntas även lansering till privatkonsumenter. Mangold bedömer att iZafe befinner sig i en tillväxtfas där ett flertal partnerskap har signerats med etablerade aktörer, vilket gör iZafe väl positionerade att ta marknadsandelar.

Marknadspotential och åldrande befolkning

Den svenska marknaden för dospåsanvändning utgörs av 220 000 människor och väntas växa med två procent årligen i takt med att befolkningen ökar och människor blir äldre. Mangold förväntar sig att iZafe lyckas ta fyra procent av marknaden till och med 2026, till följd av lanseringen av Dosell för privatpersoner och lyckade upphandlingar med kommuner. Försäljningen väntas drivas av Dosells kostnadsfördel i kombination med dess enkla design och tillhörande app. Över tid förväntas försäljningsandelen även att öka mot utländska aktörer. Bolaget har uppvisat lyckade förhandlingar med bland annat norska välfärdsbolaget Hepro och italienska läkemedelsutvecklaren Remedio.

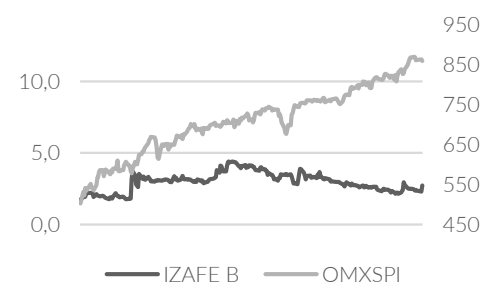
Värdering med stor uppsida

Mangold har värderat iZafe med en DCF-modell. Vi har använt oss av ett högt avkastningskrav för att ta hänsyn till den stora risken. En känslighetsanalys har även genomförts för att belysa skillnaden i avkastningskrav och försäljning där intervallet visar på en stor uppsida. Givet våra antaganden i basscenariot, ges ett motiverade värde om 6,00 kronor per aktie, motsvarande en uppsida om cirka 100 procent.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	6,00
Risk	Hög
Kurs (kr)	2,80
Börsvärde (Mkr)	80,1
Antal aktier (Miljoner)	35,1
Free float	80 %
Ticker	IZAFE B
Nästa rapport	2021-04-29
Hemsida	izafe.se
Analytiker	Anton Gomez

* Inkluderar aktier från TO9 och TO6



Kursutveckling

	1m	3m	12m
IZAFE B	23,3	-5,8	45,6
OMXSPI	8,2	14,8	60,6

Nyckeltal

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Försäljning (mkr)	8,9	7,5	20,9	43,4	71,4
EBIT (mkr)	-12,1	-12,6	-12,9	0,0	16,2
Vinst före skatt (mkr)	-12,8	-12,7	-13,5	-0,7	15,4
EPS, justerad (kr)	-0,39	-0,36	-0,38	-0,02	0,34
EV/Försäljning	9,7	11,5	4,1	2,0	1,2
EV/EBITDA	neg	neg	neg	25,6	4,4
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	5,4
P/E	neg	neg	neg	neg	7,1

Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Avanza Pension	2 913 701	8,9%
Carl Johan Merner	2 340 964	7,1%
Göran Sjönell	1 671 406	5,1%
Sten Röing	1 450 227	4,4%
Svensk Konstruktionstjänst	1 230 643	3,7%
Björn Rosengren	1 180 068	3,6%
Anders Säfwenbergs	930 527	2,8%
Peter Norman Eggers	877 630	2,7%
Totalt	32 862 081	100,0%

iZafe - Investment Case

Förenkla vardagen med dospåsar

Mangold inleder bevakning av iZafe och rekommenderar Köp med riktkursen 6,00 kronor per aktie, en uppsida motsvarande drygt 100 procent på 12 månaders sikt. iZafe befinner sig i en tillväxfas med läkemedelsroboten Dosell där ett flertal partnerskap har signerats, främst inom Norden, för att distribuera och sälja automaten till användare av dospaketerade läkemedel. En lansering av Dosell för privatkonsumenter väntas även under 2021. Mangold ser en uppsida i iZafe, om än med hög risk, där bolaget har chans att ta marknadsandelar både i Sverige och internationellt.

Riktkurs på 6,00 kronor

Förväntad marknadspenetration

Mangold utgår ifrån att iZafe lyckas ta en marknadsandel om fyra procent i Sverige av de 242 898 användarna som använder dospaketerad läkemedel till och med 2026. Marknaden väntas växa med cirka två procent årligen i takt med att den svenska befolkningen åldras och blir fler. Över tid väntas även försäljningsandelen att öka mot privatpersoner och utländska aktörer givet att utfallen från pågående upphandlingar och pilotprojekt visar positivt utfall. Baserat på dessa estimat väntas iZafe ha sålt cirka 17 750 läkemedelsrobotar till 2026.

Förväntas ta fyra procent av den svenska marknaden till 2026

Affärsmodell baserat på SaaS

iZafes intäktsmodell grundas i SaaS (software-as-a-service) där användare betalar en startkostnad följt av en månatlig abonnemangskostnad. Konsumenter binder således upp sig på 36 månader som sedan fortlöper såvida användaren inte säger upp avtalet. Versionen för privatkonsumenter väntas däremot erbjudas till en engångskostnad med tillhörda abonnemangstjänster i form av moln- och larmlösningar. Mangold ser positivt på bolagets affärsmodell om återkommande intäkter vilket väntas växa i takt med att försäljningen ökar. Affärsmodellen ger även förutsägbarhet vad gäller intäkter.

Affärsmodellen ger en förutsägbarhet vad gäller intäkter

Flertal partnerskap med etablerade aktörer

iZafe har ingått i ett flertal samarbetsavtal med etablerade aktörer inom Sverige, Norge, Finland, Italien och USA. Störst verksamhet finns i de nordiska länderna där bolaget är i en utvecklingsfas med hemtjänstföretaget Attendo, samt i ett samarbetsavtal med det välfärdsteknologiska bolaget Doro Care. Stor aktivitet förekommer även på den norska marknaden där en offentlig upphandling om 1 800 läkemedelsdispenserna har erhållits tillsammans med partnern Hepro, en utvecklare av välfärdsteknik. Utöver detta, sker samtidigt försäljning till 2 000 italienska apotek med läkemedelsutvecklaren Remedio, ett nytt partnerskap med en aktör i USA, försäljning till finska kommuner och prospektering av nya marknader.

Stor aktivitet i Norden och i Italien

Finansiering och försäljningstillväxt

iZafe är i en tillväxtfas där investeringar är ett måste för att bolaget ska kunna växa. För att finansiera tillväxten väntas bolaget ta in mer kapital under 2021 för att sedan återbetala eventuella skulder när vinststillväxten tilltar. Mangold har därför valt att använda sig av ett högre avkastningskrav om 14,5 procent för att få fram det motiverade värdet om 6,00 kronor per aktie. Bolaget väntas gå med vinst 2024.

Avkastningskrav om 14,5 procent visar på fortsatt uppsida

iZafe - Om bolaget

Kort om verksamheten

iZafe Group (tidigare Medirätt) är ett life-science bolag med verksamhet inom forskning, utveckling och marknadsföring av medicinska lösningar för läkemedelsdispensering. Bolaget har tagit fram och patenterat läkemedelsroboten Dosell, som minskar risken för felmedicinering i hemmet, avlastar offentlig vård samt skapar en ökad trygghet för både patienter och anhöriga. Den primära målgruppen utgörs av äldre som tar sina läkemedel via dospåsar, vilket motsvarade cirka 220 000 svenskar 2021. Kunderna för läkemedelsdispensering utgörs av både kommersiella och privata vårdgivare på den nordiska och globala marknaden. Försäljning sker främst via abonnemang till kommuner och vårdgivare som distribuerar Dosell till slutanvändare. Under 2021 väntas en version för privatpersoner att släppas till en engångskostnad med tillhörande abonnemangslösningar för moln- och säkerhetstjänster. iZafe Group är noterade på First North Premier Growth market sedan 2018 och har huvudkontor i Stockholm.

Läkemedelsroboten Dosell erbjuder smidigare hantering av dospaketerade läkemedel

Bakgrund

Idén till Dosell skapades efter att läkaren Göran Sjönell identifierade ett behov i marknaden för effektiviserad läkemedelsdispensering. En första patentansökan skickades in under hösten 2006 och därefter skapades första prototypen. Efter problem med både design och material, reviderades dispensern och tillverkaren byttes ut. Utvecklingsarbetet fortsatte och kort därefter anslöt industrimannen Sten Röing. Tillsammans bildade de under 2008 bolaget Medirätt, senare omdöpt till iZafe. Dosell har sedan dess gått från att dispensera lösa tabletter, vilket visade sig mindre effektivt och svårtillverkat, till att 2016 inkorporera marknadstrenden för dospaketerade läkemedel. Hösten 2018 lanserade bolaget den första kommersiella versionen och under 2021 väntas den första konsumentversionen att distribueras på den svenska marknaden. En batteri- och mjukvaruuppdaterad version (Dosell 2.0) väntas lanseras under andra halvåret.

Göran Sjönell och Sten Röing grundade Medirätt 2008, senare omdöpt till iZafe

Läkemedelsroboten Dosell

Dosell dispenserar automatiskt dosförpackade läkemedel på rulle. Vid tidpunkt för medicinering klipper Dosell av dospåsen, matar ut den, och signalerar till patienten med ljud- och ljussignal att det är dags att ta sina läkemedel. Vid uteblivet intag finns det möjlighet för vårdgivaren eller anhöriga att bli notifierade via Dosells app. Det finns även medel för att styra eller övervaka patientens medicinering. Uppkopplingen mot internet sker via ett SIM-kort vilket innebär att wi-fi inte är ett krav. Strömförsörjningen sker via ett vanligt vägguttag men i det fall att ström uteblir, exempelvis vid strömavbrott, finns även batterier som agerar reservgenerator. Dosell är kompatibel med samtliga tre svenska leverantörer för dospåsar, Svensk Dos (Dosapoteket), Apodos (Apoteket) och Apotekstjänst. Produktion och tillverkning av Dosell görs i samarbete med Holmgrens Plast i Gnosjö, medan kontraktstillverkaren Frikab Produkten i Stockholm, gör kretskorten.

Dosell klipper av, matar ut och signalerar patienten med ljud- och ljussignal

iZafe - Om Bolaget forts.

Patent och CE-märkning

iZafe innehar fyra patent avseende läkemedeldispensern Dosell varav tre är godkända och en inväntar godkännande. De som hittills är godkända omfattar Dosells tidigare prototyp för dispensering av lösa piller under 2009 och 2016 samt produktens nuvarande design för USA och Sverige. Det ännu icke godkända patentet avser vidareutveckling av Dosell på en internationell nivå vilket innebär att bolaget då erhåller ett patent i över 150 länder. Dosell är även en CE-märkt medicinteknisk produkt vilket är en kvalitetsstämpel för att produkten uppfyller EU:s grundläggande hälso-, miljö- och säkerhetskrav.

Dosell är både patenterad och CE-märkt

Intäktmodell

Försäljningspriset för Dosell bygger på en start- och fast månadskostnad per enhet vilket kan liknas med en SaaS (software-as-a-Service) modell. iZafes partners köper in Dosell direkt från bolaget och betalar sedan en licenskostnad varje månad som den är aktiv. Samarbetspartnern blir därmed ansvarig för sälj, support och införande av Dosell hos slutkonsumenten och tar således en mellanskillnad av försäljningspriset. Den initiala kontraktstiden omfattar 36 månader som sedan fortlöper till dess att avtalet sägs upp. Ordinarie pris för Dosell till svenska kommuner omfattar en startkostnad om 995 kronor följt av en månatlig kostnad runt 1 000 kronor beroende på land och orderstorlek vid inköp. Konsumentversionen väntas däremot säljas till en högre engångskostnad där tillhörande moln- och larmhanteringsmöjligheter erbjuds på abonnemangsbasis. Bolaget erbjuder även tillbehörsprodukter i form av skarvtejp till de kunder som vill ladda Dosell med mer än 14 dagars bruk för 20 kr per månad, samt ett bordsstativ för en engångskostnad om 350 kronor.

Försäljning via månadsabonnemang

Försäljning av iZafe Security

Under det tredje kvartalet 2020 sålde bolaget iZafe Security, en betydande del av sin verksamhet inom personlarm och säkerhetslösningar, för att skapa ett renodlat life-science bolag kring läkemedelsroboten Dosell. Försäljningen av iZafe Security väntas ge bolaget en mer fördelaktig positionering för att ta marknadsandelar och fortsätta sin kommersiella expansion. Köpeskillingen från försäljningen uppgick till 40 miljoner kronor, på skuldfri basis, och bokfördes samma år.

iZafe avyttrade sitt säkerhetssegment under 2020

iZafe - Marknad

Svenska sjukvårdsmarknaden

I Sverige fördelas ansvaret för hälso- och sjukvård mellan regeringen, regioner och kommuner. Regeringen arbetar tillsammans med socialdepartementet för att uppfylla riksdagens mål medan kommuner och regioner ansvarar över finansieringen inom områdena folkhälsa och sjukvård. Dessa tre sektorer utgör tillsammans det svenska sjukvårdssystemet där iZafe bedriver största delen av sin verksamhet.

Svenska sjukvårdssystemet utgör en viktig del

Målgrupp och demografi

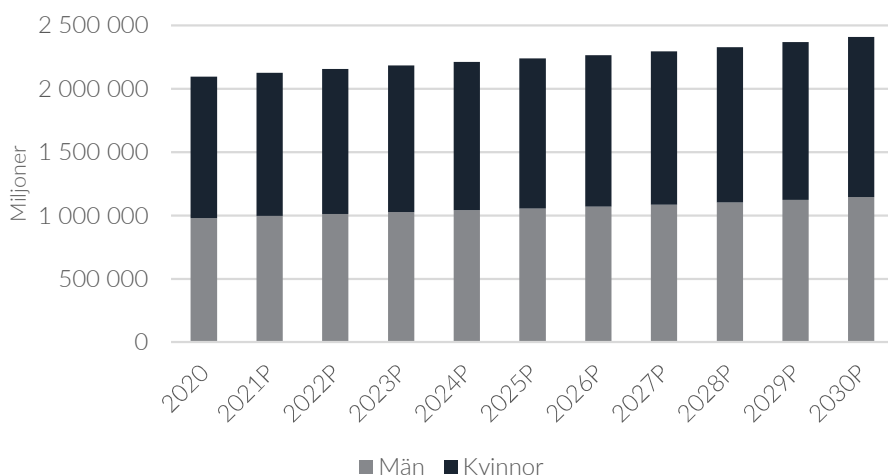
Målgruppen för iZafe utgörs av patienter som använder sig av dosdispenserade läkemedel. Under 2021 motsvarade denna grupp cirka 220 000 offentligt finansierade patienter och i takt med att multimedcinering och medellivslängden i Sverige ökar, väntas även den siffran öka. Enligt Socialstyrelsen konsumerar över 2/3 av den svenska befolkningen receptbelagda läkemedel årligen men en andel av dessa användare avser endast tillfälliga användningar där Dosell inte är aktuell. Störst andel användare återfinns istället bland äldre över 65 år, där majoriteten av kunder är runt 75 år. Läkemedelsförskrivningar för 75-åringar och äldre har under de senaste 25 åren ökat med 60 procent, och omfattar i genomsnitt fem till tolv läkemedel per patient. Dessa kallas även multi-medicinerade. Antalet multi-medicinerade har växt till cirka 24 procent av den svenska befolkningen, motsvarande 2,4 miljoner människor.

220 000 svenskar använder sig av dospaketerad läkemedel

Parallellt med ökad multimedcinering bland äldre, ökar även det totala antalet äldre i Sverige. Enligt SCBs befolkningsstatistik har den genomsnittliga livslängden för människor över 80 år ökat från 200 000 under 1970 till 530 000 under 2020. Medellivslängden har därmed stigit till 80,6 för män och 84,3 för kvinnor, vilket motsvarar en ökning om 8,5 år respektive 7,2 år. I takt med att den stora gruppen av fyrtinglistar blir äldre, väntas även den siffran att öka till 806 000 personer under 2030. Vidare prognostiserar SCB att antalet invånare i Sverige kommer att växa med 775 000 personer till och med 2030, och av dessa väntas 42 procent vara människor över 65 år.

Svenskar blir äldre och således även iZafes målgrupp

Sverige - Antal invånare 65+



Källa: SCB, Mangold Insight

iZafe - Marknad forts.

Vårdomsorg och felmedicinering

Samtidigt som den genomsnittliga livslängden blir högre, ökar även antalet patienter och därigenom mängden läkemedel som förskrivs. Det bidrar i sin tur till att allt högre krav ställs på både paketering och vårdomsorg då risken för felmedicinering och felhantering blir större. Forskning från Socialstyrelsen visar att åtta procent av patienter över 65 år som blir akut inlagda på sjukhus, motsvarande 35 000 personer per år, kan spåras till felaktig medicinering av receptbelagda läkemedel. Uppskattningsvis skulle cirka 60 procent av dessa kunna ha undgått att bli inlagda om problemet hade förebyggts. Parallellt med en ökad risk för felmedicinering präglas den svenska vården av personalbrist. Under 2018 var cirka 410 000 människor mottagare av vårdomsorg, och av dessa var 340 000 människor 65 år eller äldre. Tillgången till personal är således inte tillräcklig för att möta den efterfrågan som finns och samtidigt växer. För att motverka detta spenderade regeringen sju miljarder kronor mellan 2015 och 2018 för att öka bemanningen inom äldreomsorgen. Kostnaden för äldreomsorgen utgjorde drygt hälften, 52 procent, av kommunernas totala kostnader för socialtjänst. Denna siffra har framför allt drivits av ökade kostnader för hemtjänst.

En åldrande befolkning ställer högre krav på vårdomsorg och medicinering

Digital hälsa och kostnadsbesparingar

I rapporten "Going Digital in Sweden", publicerad 2018 av The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), fastställdes Sverige som ett av de ledande länderna i OECD för spridning och användning av digitala tekniker. Denna spridning har även tagit säte i det svenska välfärdsystemet där de vanligaste formerna av välfärdsteknik är trygghetslarm, passiva larm/sensorer och elektroniska verktyg för personal. Digitalisering och nyttjande av modern teknik kan på så sätt användas för att utveckla ett smartare och effektivare arbetssätt som kan bidra till en förbättrad arbetsmiljö för både medarbetare och patienter. Utöver det finns stora kostnadsbesparingar att generera från varje reducerat hemtjänsttimme om 426 kronor samt 54 160 kronor för varje akutinläggning som uteblir. Konsultbolaget McKinsey & Company estimerar i en rapport från 2016 att 180 miljarder kronor kan frigöras till och med 2025 med hjälp av digitalisering inom sjukvården, där 25 miljarder avser vårdomsorg. En systematisk tillämpning av digitala tekniker, såsom Dosell, kan därmed ha betydande fördelar jämfört med en oförändrad kostnadsutveckling.

Sverige är ett av det ledande länderna i världen inom välfärdsteknik

Övriga marknader

Liknade trender som maskinell dosdispensering har även uppmärksammats på flera marknader globalt. Dessa marknader är oftast bland de högt digitalt rankade länderna inom OECD, liksom Sverige, och inkluderar Norge, Finland, Danmark, Tyskland, Italien, Nederländerna och USA. Av dessa återfinns iZafe primärt i de nordiska länderna och Italien. Inom de nordiska länderna står Norge för den näst högsta användningen av påspaketerat läkemedel med drygt 100 000 användare under 2018, följt av Danmark med cirka 50 000 och sist är Finland med runt 25 000 användare. Den italienska marknaden väntas även ha stor potential då motsvarande 8,8 miljoner människor över 65 år konsumerar fem eller fler läkemedel per dygn. Störst konsumtion i Europa finns emellertid i Nederländerna med 500 000 användare, medan USA utgör den största globala marknaden med dubbelt så höga sjukvårdskostnader som andra länder och en 12 procentig befolkningskonsumtion av minst fem piller per person och månad. USA kategoriseras dock inte som en primär målmarknad för iZafe i nuläget.

Stor potential vid expansion till andra marknader

iZafe - Marknad forts.

Marknadsnärvaro och partnerskap

Kommersialisering av Dosell sker i första hand via kommuner, landsting, privata vårdbolag och externa samarbetspartners som har direktkontakt med slutanvändaren. Dessa aktörer arbetar tillsammans med iZafe och utgör bolagets partnernätverk på olika marknader för vidareutveckling av läkemedelsdispension.

- **Italien** – iZafe driver tillsammans med den italienska aktören Remedio samarbetsprojektet Semplici Farma med syfte att digitalisera läkemedelshandlingen genom implementation av dospåsar i kombination med Dosell. Samarbetet är i en operativ fas där de första läkemedelsdispenserade maskinerna har installerats på ett antal apotek. Bolagen har även påbörjat marknadsföring och försäljning av Dosell mot 2 000 apotek där försäljningen väntas kunna ske direkt till slutkonsument.

- **USA** – Ett partnerskap tecknas under 2020 med vårdföretaget Hippo Technologies. Samarbetet avser att erbjuda en helhetslösning av läkemedelsdispensering där Dosell är läkemedelsroboten. På sikt väntas partnerskapet utvidgas till att omfatta en OEM-version (Original Equipment Manufacturer) vilket skulle göra iZafe till den huvudsakliga tillverkaren av läkemedelsrobotar inom Hippos globala nätverk.

- **Norge** – På den norska marknaden innehar iZafe ett samarbete med Hepro, en utvecklare och tillverkare av välfärdstekniska produkter. Tillsammans erhöll de den största nationella upphandlingen av digitala hjälpmedel i Norge om 1 800 läkemedelsdispensers till 62 norska kommuner. Beställningar har dock fördröjts något på grund av Corona-pandemin. Utöver upphandlingen har även ett pilotprojekt genomförts med det välfärdsteknologiska-bolaget Doro Care. Samarbetet mynnade ut i att Doro beställde 50 robotar, och därmed erhåller iZafe tre partnerskap på den norska marknaden, inklusive äldreomsorgåterförsäljaren Ing. Dahm & Bagle.

- **Sverige** – Till följd av det lyckade samarbetet med Doro i Norge, tecknades även ett partnerskap med Doro i Sverige. Därutöver har iZafe genomfört ett pilotprojekt med vårdbolaget TioHundra om 30 läkemedelsrobotar och ett avslutat projekt med Attendo där dialog pågår avseende en gemensam utvecklingsfas för Dosell. iZafe har även två samarbetspartners, Zafe Care Systems och Viser, som handhar driften för befintliga kommunala kunder.

- **Finland** – Tre pilotprojekt har genomförts på den finska marknaden tillsammans med hälso- och trygghetslösningssbolaget Vivago. Resultaten från pilotprojekten kommer användas som beslutsunderlag för framtida kommersiella upplägg. Utöver det förväntas även Dosell ingå i ett flertal upphandlingar med Vivago under 2021.

- **Övriga marknader** – iZafe har identifierat ett intresse för Dosell från andra länder såsom Storbritannien och Tyskland där ett flertal av bolagets samarbetspartners är etablerade. Bolaget för bland annat dialog med olika aktörer i Tyskland för att hitta en samarbetspartner, men har inte skrivit några avtal.

Flera avtal - försäljning tar fart 2021

Partnerskap med Remedio avseende upphandlingar med italienska apotek

Tecknat avtal med amerikanska Hippo Technologies

Bolaget innehar tre samarbeten på den norska marknaden

Tecknat avtal med Doro Care i Sverige, en ledande aktör inom välfärdsteknologi

Pågående pilotprojekt i Finland med finska Vivago

Stort intresse i Tyskland och Storbritannien

iZafe - Konkurrenter

Konkurrens-översikt

iZafe är inte ensam om att tillhandahålla en automatiserad läkemedelsrobot. Liknande aktörer existerar på marknaden men tillvägagångssättet och design tenderar att skilja sig åt. Läkemedelsautomaterna kan delas upp i tre olika kategorier:

- Den första kategorin består av läkemedelsmaskiner som förser användare med medicinen löst eller i kopp, oftast i kombination med en ljud/ljus påminnelse, övervakning och påminnelse till användarens anhöriga. Exempel på dessa är Rxpanse, Hero, Philips Lifeline, Livi, Pria och Pillo.
- Den andra kategorin omfattar läkemedelsautomater som laddas med smarta dosetter. Här tas varje piller fram separat inför varje doseringstillfället, och likt den första kategorin tillhandahålls anhöriga/vårdhavare med full administration och övervakning av medicineringen. Exempel på dessa är Medicpen och Pilloxa.
- Den tredje och sista kategorin består av automater för dospaketerade läkemedel med övervakning, larm och säker dispensering, vilket är det segmentet där Dosell inkluderas.

Tre olika kategorier för automatiserad läkemedelsdispensering

IZAFE - DOSPAKETERADE AUTOMATER

	Evondus	Posifon (Philips)	Spencer (Philips)	Care XS	AceAge Inc	iZafe
Produkt	E300	Medido	Spencer	Thelma	Karie	Dosell
Pris	2 500 kr/månad	1 200 kr/månad	N/A	N/A	N/A	ca 1000 kr/månad
Marknad	Norden	Norden/Globalt	Nordamerika	Nederländerna	Nordamerika	Norden/Globalt
Lansering	2017	2018	2015	2016	2019	2018
Målgrupp	Kommunal	Kommunal	Kommunal	Kommunal	Kommunal	Kommunal/Privat
Unika attribut	Digital pekskärm med inbyggd lås för passerbricka	Digital textskärm. Ej touch	Modern touchpad med inbyggd videokamera	Kapabel för mycket data	Ansiktsigenkänning	Klipper upp dosförpackningen.
Övrig kommentar	24 timmar reservbatteri	-	4 timmar reservbatteri	-	72 timmar reservbatteri	48 timmar reservbatteri

Källa: Bolagshemsidor, Mangold Insight

Inom den nordiska marknaden utgör E300 och Medido iZafes störst konkurrenter där bägge specialiserar sig på läkemedelsautomater till kommersiella aktörer inom hälso- och sjukvård. Ur ett globalt perspektiv finns liknande aktörer, däribland Spencer och Karie på den nordamerikanska marknaden och Thelma på den nederländska. Dosells differentiering grundar sig i priset, vilket är en viktig aspekt vid offentliga upphandlingar. På grund av detta har det även blivit allt vanligare att inte publicera priset offentligt vilket försvårar jämförelsen mellan produkterna. För att uppnå ett billigare pris kan det dock urskiljas skillnader i funktion där exempelvis Evondus har ett inbrottsäkert fack för uteblivna läkemedel som inte hämtas ut. Avancerade funktioner med ansiktsigenkänning finns även bland andra läkemedelsrobotar som Karie, men sett till Dosells målgrupp, där 85 procent av användare i Sverige utgörs av äldre runt 75 år, är nog en enklare maskin att föredra. En fördel som gör iZafe unikt är bolagets stundande lansering av Dosell för privatkonsumenter. Inom detta segment öppnas en ny målgrupp av alla dem som inte har möjlighet att tillförskivas en automat från kommunen.

Störst konkurrens utgörs av Evondus och Posifon

iZafe - Prognoser

Prognoser och marknad

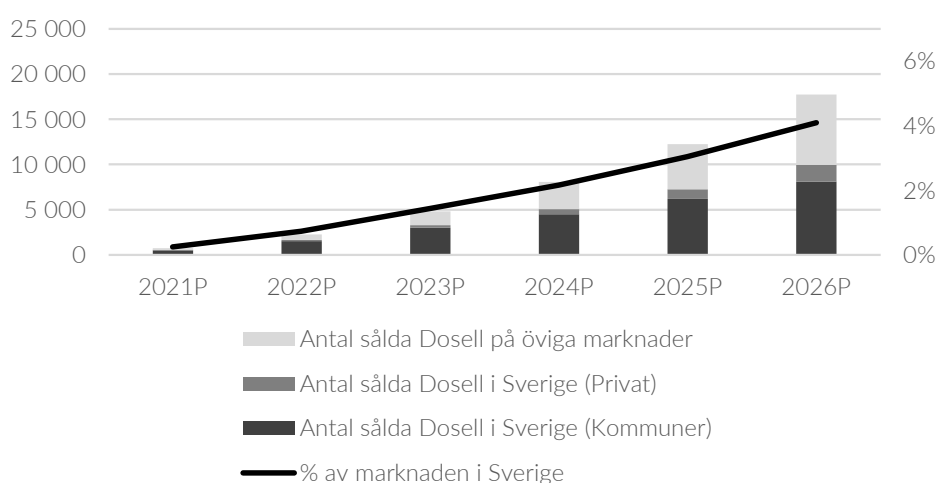
Efter försäljningen av iZafe Security under 2020 utgör Dosell iZafes främsta intäktskälla. Försäljning och utrullning av läkemedelsroboten inom bolagets etablerade marknader är således av hög prioritet för att verksamheten ska bli framgångsrik. Mangold räknar med att bolaget lyckas med detta i en viss utsträckning.

Bolaget väntas ta fyra procent av den svenska marknaden till och med 2025

Under 2021 väntas bolaget kunna sälja 750 läkemedelsautomater till sitt partnernetverk till följd av lyckade pilotprojekt och upphandlingar. Därefter väntas försäljningen drivas av kommersialiseringen av Dosell för privatkonsumenter och vunna upphandlingar/pilotprojekt med kommunala och privata samarbetspartners i Norge, Finland och Italien. Vi räknar med att bolaget uppnår en fyraprocentig marknadsandel i Sverige till och med 2026. Över tid väntas även försäljningen av Dosell nå ökad tillväxt internationellt då den totala marknaden utanför Sverige utgör större demografi och således potential. Bruttomarginalen väntas under samtliga år att ligga runt 60 procent vilket är runt branschsnittet för utvecklare inom välfärdsteknik. Givet dessa antaganden väntas bolaget att gå med vinst under 2024. Bolagets tillväxt väntas uppgå till 65 procent i snitt per år (CAGR) mellan 2022 och 2026.

Break-even 2024

Dosell - Marknadspenetration



Källa: Mangold Insight

IZAFE - PROGNOSES

(mkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Försäljning	14,3	8,9	7,5	20,9	43,4	71,4	107,7	155,2
EBIT	-22,6	-12,1	-12,6	-12,9	-0,0	16,2	35,7	63,6
Försäljningstillväxt (%)	89%	-38%	-15%	177%	108%	65%	51%	44%

Källa: Mangold Insight

iZafe - Prognoser forts.

Kostnadsantaganden

Till följd av att kostnaderna för hälsosegmentet var lägre än bolagets säkerhetssegment, väntas kostnader för sålda varor att minska under 2021 jämfört med 2020. Antalet anställda väntas öka från 9 till 15 med en årlig löneökning om två procent från 2020s genomsnittsnivå om 864 000 kronor per anställd. Övriga externa kostnader väntas fortgå som en funktion av löner och uppgår till ett historiskt snitt om 80 procent, vilket inkluderar kostnader för kommersialisering och vidareutveckling av Dosell.

Antalet anställda väntas stiga till i takt med att bolaget växer

Finansiering

iZafe verksamhet har historiskt sett finansierats till stor del av nyemissioner och aktieägarlån, vilket senare återbetalades vid noteringen på Aktietorget 2011. Bolaget gjorde bland annat en företrädesemission till aktieägare om 20,1 miljoner kronor under 2019 samt cirka tio miljoner i riktade emissioner till bolagets samarbetspartner och ledning. Bolaget har även erbjudit en del teckningsoptioner genom åren där tre är pågående. Den första av dessa avser TO9 och omfattar en miljon teckningsoptioner där varje option motsvarar en ett pris om minst 2,20 kronor och max 2,60 kronor. Vi räknar med att samtliga teckningsoptioner nyttjas till det övre spannet vilket då tillskriver bolaget 2,6 miljoner kronor i aktiekapital och en aktieutspädning om max tre procent. Det andra erbjudandet omfattar teckningsoptioner av serie TO7 där en miljon optioner erbjuds till en teckningskurs om 10,30 kronor. Inga av dessa väntas att utnyttjas till och med teckningsdatumet 10 april 2021. Det sista optionsprogrammet omfattar serie TO6 där drygt 1,2 miljoner optioner kan tecknas till en kurs om 2,47 kronor per aktie under maj och november 2021. Alla TO6 väntas utnyttjas och således kan bolaget tillföras 2,47 miljoner kronor, en utspädning om drygt tre procent.

iZafe har utestående teckningsoptioner som väntas nyttjas under 2021

Sammanfattning finansiering

iZafe befinner sig i en expansiv fas där initiala investeringar ligger till grund för framtida vinster. Den sammanlagda tillförskrivningen om cirka 5,07 miljoner kronor från teckningsoptionerna väntas däremot inte räcka för att finansiera bolagets tillväxt. Mangold estimerar därför att bolaget behöver ta in kapital under 2021 för att på sikt återbetala eventuella skulder när vinstmarginalen stärkts.

Bolaget väntas ta in kapital för att finansiera sin tillväxt

iZafe - Värdering

DCF-värdering ger uppsida

Mangold har värderat iZafe med en DCF-modell för att få fram bolagets riktkurs. Hänsyn har tagits till full utspädning om 2,2 miljoner aktier från teckningsoptionerna TO9 och TO6, i kombination med ytterligare finansiering under 2021. iZafe är i en tidig tillväxtfas. Försäljningsförväntningarna och finansieringsbehovet i modellen är således en förväntan på att mycket fortfarande återstår att bevisa. Mangold använder därmed ett avkastningskrav om 14,5 procent vilket är något högre än de avkastningskrav på 12,2 procent som rekommenderas i PWC:s riskpremiestudie från 2020. Detta resulterar i en riktkurs om drygt 6,00 (5,82 för att vara exakt) kronor per aktie i ett basscenario, en uppsida om 114 procent. För att basscenarioet ska förverkligas förväntas iZafe gå med vinst 2024 med en dåvarande marknadsandel i Sverige om två procent.

Riktkurs på 6,00 kronor

IZAFE - DCF

(tkr)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	-12 595	-12 946	-36	16 203	35 703	63 620
Fritt kassaflöde	-14 743	-15 785	-3 934	9 871	23 318	43 918
Terminalvärde						381 892

Antagande	Diskränta	Tillväxt	Skatt
	14,5%	3%	22%

Riktkurs

Enterprise value	204 931
Equity value	204 094

Riktkurs per aktie (kr) 5,82

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys

Mangold har även genomfört en känslighetsanalys för att testa modellens utfall vid justeringar i försäljning och avkastningskrav. Ett utfall om 0,75x motsvarar en minskning i försäljning om 25 procent per år medan 1,25x indikerar en ökning om 25 procent. Värt att notera är utfallet från det pessimistiska scenariot där ytterligare finansieringsbehov kommer att krävas om samma investeringskapacitet som tidigare ska fortgå. Sammantaget illustrerar känslighetsanalysen ett intervall för riktkursen mellan 2,30 och 10,50 kronor per aktie.

Känslighetsanalysen indikerar ett intervall mellan 2,30 och 10,50 kr

IZAFE - KÄNSLIGHETSANALYS

Avk krav %	0,75x	Basförsäljning	1,25x
13	3,7	7,1	10,5
14,5	2,9	5,8	8,7
16	2,3	4,9	7,3

Källa: Mangold Insight

iZafe - SWOT

Styrkor

- Etablerad aktör på den nordiska marknaden
- Stort partnernetverk inom välfärdsteknik
- Växande målgrupp med ökat behov

Svagheter

- Historik av nyemissioner
- Stor konkurrens från liknande produkter
- Upphandlingar kan ta lång tid

Möjligheter

- Växande marknad för dospaketerade läkemedel
- Generera återkommande intäkter

Hot

- Konkurrenter med bättre skalförutsättningar
- Skifte i läkemedelskonsumtion

Appendix - Ledning och Styrelse

Anders Segerström är vd i iZafe sedan 2019. Anders har tidigare erfarenhet som vd för Sensec Personlig Säkerhet som han drev till dess att bolaget köptes upp av Medirätt, senare omdöpt till iZafe. Före rollen som vd var han affärsområdeschef på Sensec och dessförinnan försäljningschef för bredbandsoperatören Net1. Anders har en examen i Business Management från IHM Business School i Stockholm.

Anders Segerström, erfaren vd med försäljningsbakgrund

Ida Almgren är bolagets CFO och har många års erfarenhet av affärsanalys och ekonomisk planering från etablerade bolag. Hennes senaste befattning var som Revenue Manager på SAS och innan det var hon CFO på Thunderkick. Ida har en civilekonomexamen från Lunds universitet.

Ida Almgren, tidigare CFO på Thunderkick

Göran Sjönell är styrelseledamot, medgrundare och tidigare vd för Medirätt (iZafe) mellan 2008 och 2012. Göran är utbildad specialist inom allmänmedicin och är skapare av till flera patent, däribland Dosell. Han har tidigare varit ordförande för Sveriges Allmänläkarens Världsorganisation WONCA, och även grundare till Kvartersakutens mottagningar. Göran har ingått i styrelsen sedan 2008 och är tredje största ägaren i bolaget med 5,1 procent av kapitalet.

Göran Sjönell, tidigare vd för Medirätt och medgrundare av Dosell

Tobias Johansson är bolagets försäljningschef och vice president. Han har tidigare erfarenhet som försäljningschef på Sensec Personlig Säkerhet och innan det drev han egna bolag inom detaljhandel och affärsutveckling.

Tobias Johansson har erfarenhet som försäljningschef och egenföretagare

Ludvig Arbin är senior vice president, informationsansvarig och styrelseledamot. Han har en bakgrund som tidigare Landstingsråd (L) i Uppsala län där han var styrelseordförande för den offentliga vården, Akademiska sjukhuset, fastigheter och IT. Ludvig har även varit kanslichef för patientorganisationen Riksförbundet Cystisk Fibros och innan dess biträdande chef för LO, TCO och Sacos gemensamma Brysselkontor. Utöver sin position i iZafe, är Ludvig Arbin även verksam som senior rådgivare inom Rud Pederson Group.

Ludvig Arbin har bakgrund som tidigare Landstingsråd (L) och styrelseordförande för i offentlig vård i Uppsala

Thomas Ahlerup är styrelseordförande sedan 2019 och ansvarig för investerarelationer. Han har 20 års erfarenhet inom finansiell kommunikation, M&A, investeringsrelaterade frågor och börsnoteringar. Thomas har haft strategiska positioner som bland annat rådgivare till Rud Pederson Group, Tessin Nordic, CLX Communications, Hill + Knowlton Strategies Sweden och BTS Group.

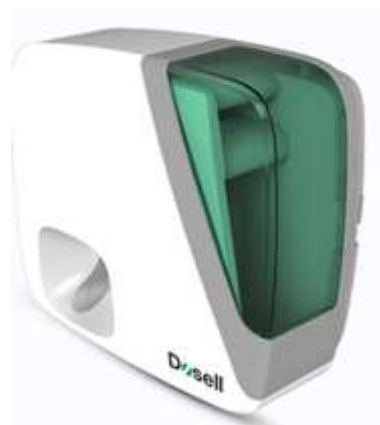
Thomas Ahlerup har 20 års erfarenhet inom M&A och finansiell kommunikation

Göran Hermanson är styrelseledamot och har närmare 30 års erfarenhet inom säkerhets- och trygghetslösningar. Han var i slutet av 1980 talet med och byggde upp Securitas Direkt (idag Verisure) och har därigenom en variation av positioner som bland annat operativ chef och vice president för affärsutveckling inom Norden.

Göran Hermanson har 30 års erfarenhet inom säkerhets- och trygghetslösningar

iZafe - Appendix Dosell

Läkemedelsautomaten Dosell



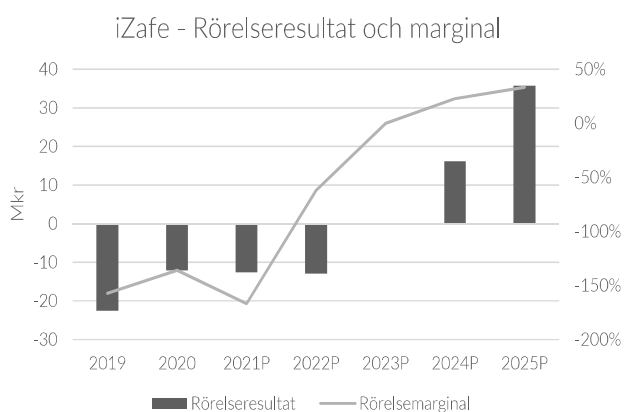
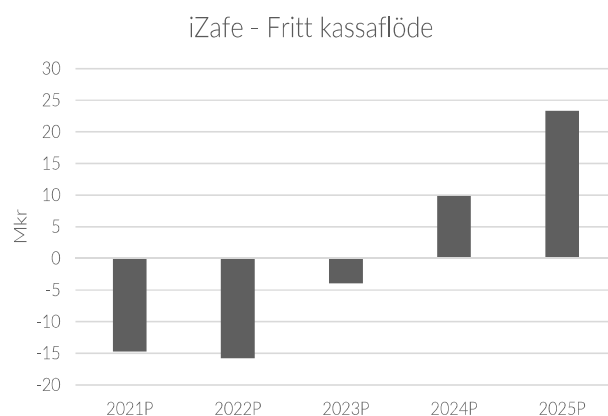
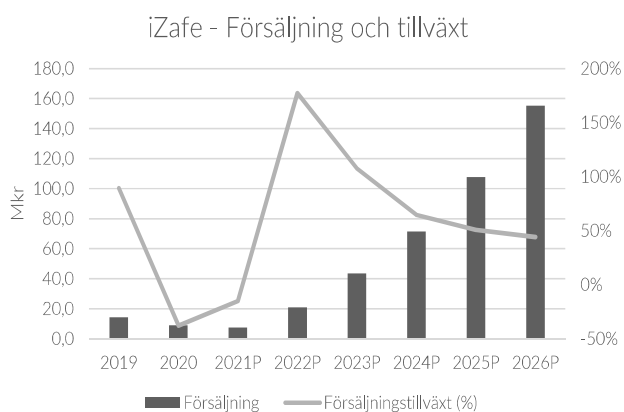
Källa: iZafe

Byte av dosrulle



Källa: iZafe

iZafe - Appendix Diagram



Källa: Mangold Insight

Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (Tkr)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Intäkter	23 502	7 546	20 918	43 409	71 433	107 687	155 211
Kostnad sålda varor	-3 798	-3 019	-8 367	-17 363	-28 573	-43 075	-62 084
Bruttovinst	19 704	4 528	12 551	26 045	42 860	64 612	93 126
Bruttomarginal	84%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Personalkostnader	-11 233	-7 777	-12 339	-12 586	-12 838	-14 030	-14 310
Övriga rörelsekostnader	-15 218	-6 221	-9 871	-10 069	-10 270	-11 224	-11 448
Avskrivningar	-5 365	-3 125	-3 286	-3 427	-3 549	-3 655	-3 748
Rörelseresultat	-12 112	-12 595	-12 946	-36	16 203	35 703	63 620
Rörelsemarginal	-136%	-167%	-62%	0%	23%	33%	41%
Räntenetto	-730	-102	-552	-702	-777	-702	-552
Resultat efter finansnetto	-12 842	-12 696	-13 497	-738	15 427	35 002	63 069
Skatter	88	0	0	0	-3 394	-7 700	-13 875
Nettovinst	-12 754	-12 696	-13 497	-738	12 033	27 302	49 194

Balansräkning (Tkr)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tillgångar							
Kassa o bank	2 548	8 703	2 366	235	6 830	24 447	62 813
Kundfordringar	21	827	2 292	4 757	7 828	11 801	17 009
Övriga omsättningstillgångar	6 173	6 173	6 173	6 173	6 173	6 173	6 173
Lager	2 303	744	1 834	3 806	4 697	7 081	10 206
Anläggningstillgångar	24 035	25 278	26 359	27 300	28 118	28 830	29 449
Totalt tillgångar	35 080	41 725	39 025	42 271	53 646	78 332	125 650
Skulder							
Leverantörsskulder	2 237	579	1 375	2 854	4 697	7 081	10 206
Skulder	3 385	18 385	23 385	25 885	23 385	18 385	13 385
Totala skulder	5 622	18 964	24 760	28 739	28 082	25 466	23 591
Eget kapital							
Bundet eget kapital	34 078	40 078	45 078	45 083	45 083	45 083	45 083
Fritt eget kapital	-4 620	-17 316	-30 814	-31 551	-19 519	7 783	56 976
Totalt eget kapital	29 458	22 762	14 264	13 532	25 564	52 866	102 059
Totalt skulder o eget kapital	35 080	41 725	39 025	42 271	53 646	78 332	125 650

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i iZafe

Mangold äger inte aktier i iZafe.

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent