

Tillväxtbolag med fokus på säker medicinering

Produktidén kring Dosell kläcktes redan 2006

iZafe är ett Stockholmsbaserat medicinteknik bolag i tidig kommersi- aliseringsfas som tillhandahåller en läkemedelsrobot som bidrar till minskad risk för felmedicinering, frigör resurser för offentligvården samt ökar patientens självständighet. Under fjolåret förvärvades även mjukvarubolaget Pilloxa, som erbjuder digitala lösningar för patient- stöd samt en smart pillerbox. Bolagsgrundandet härleds till 2006 och praktiska erfarenheter från allmänläkare Göran Sjönell som omkring tio år senare lade grunden till läkemedelsroboten Dosell.

Lukrativ affärsmodell & kostnadseffektiv verksamhet

Affärsmodellerna för iZafe samt Pilloxa härleds till abonnemangslös- ningar, vilket möjliggör för återkommande och förutsägbara intäkter. Försäljningen av Dosell sker via en partneraffär bestående av ett stort nätverk med störst tyngd i Sverige samt Norge. Exponering finns även mot övriga Europa, där tidig säljstart initierats i Italien samt Neder- länderna. Läkemedelsroboten erbjuds i två versioner, Dosell 2.0, som främst riktar sig mot kommuner samt en konsumentversion som säljs direkt till privatpersoner via Apoteket AB:s webbsida. Initial lanse- ring av Dosell tampades med produktbrister, vilket satte käppar i hju- len för säljutvecklingen. En ny version lanserades under Q2 2021 och två kvartal senare hade alla inom partnernätverket godkänt den nya versionen. En förbättrad produkt i kombination med mer referens- data från konsumentversionen torde tala för att Dosell har betydligt bättre förutsättningar idag. Även Pilloxas lösningar säljs via partners, däribland via läkemedelsjätten Bayer AG. Partnermodellerna medför att bolaget inte behöver bygga upp en stor säljorganisation, att kost- nadseffektivt kunna nå ut till större delar av världen samt att ta del av partners lokala expertis. Det innebär på sikt goda förutsättningar för att driva rörelsen med relativt låga kostnader när volymerna ökar.

Inleder bevakning med motiverat värde 0,3 kronor

Givet att iZafe har en knapp försäljning är prognosmakeriet svårt och bör tolkas med försiktighet. Däremot ser vi ett tydligt driv samt behov för svensk vård och omsorg att röra sig mer mot digitala lösningar. Rörelsen är även uppbackad av riktade statliga investeringar. Utöver att bistå till en förbättrad patienthälsa kan det åtnjutas påtagliga tids- samt kostnadsbesparingar från införandet av läkemedelsrobotar för både hemtjänst och sjukvård. Knäckfrågan framåt berör främst pe- netrationsgraden, alltså är läkemedelsrobotar ett inarbetat koncept år 2025, 2030 eller till och med 2040, samt hur väl Dosell står sig mot marknadsledaren Evondos. I vårt huvudscenario skissar vi på en för- säljning om ~75 miljoner kronor fem år framåt i tiden och en långsik- tig rörelsemarginal kring 25-30 procent. Ett sådant scenario ger ett rimligt värde något över dagens kursnivåer vid 0,3 kronor. Risker är hög då bolaget har en obevisad affärsmodell samt ett rådande kapi- talbehov som **kan** tillgodoses av teckningsoptioner med lösen i mars.

iZafe Group

Initieringsanalys

Datum 14 februari 2023
Analytiker Erik Pilbackes

Basfakta

Bransch Medicinteknik
Styrelseordförande Björn Rosengren
Vd Anders Segerström
Noteringsår 2011 (Namnbyte från MediRätt)
Listning First North Stockholm
Ticker IZAFE B
Aktiekurs 0,23 SEK
Antal aktier, milj. 153,8
Börsvärde, SEKm 35
Nettoskuld, SEKm -1
Företagsvärde, SEKm 34
Webbplats www.izafe.se

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, SEKm

	2022	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	1	8	18	37
Rörelseres. (ebitda)	-19	-17	-12	1
Rörelseres. (ebit)	-23	-21	-16	-3
Resultat f. skatt	-24	-21	-16	-4
Nettoresultat	-24	-21	-16	-4
Vinst per aktie	-0,15 kr	-0,14 kr	-0,10 kr	-0,02 kr
Omsättningstillväxt	12%	993%	125%	105%
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	neg.
P/e-tal	neg.	neg.	neg.	neg.
P/s-tal	48,52	4,44	1,98	0,96
EV/ebit	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/sales	46,65	4,27	1,90	0,93

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Investeringstes

Ung och omogen marknad med hög tillväxtpotential

Enligt eHälsomyndigheten intar idag omkring 280 000 svenskar sin medicin på dospåse. En bråkdel av dessa, ungefär 2-3000 patienter, uppskattar vi idag har en läkemedelsrobot. Konceptet förefaller relativt välkänt bland kommuner och omnämns även 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 beställningsvolymerna från kommunerna. Blickar vi till marknadsledaren Evondos vittnas dock om en hög efterfrågan under de senaste åren. Det i kombination med statliga drivkrafter, en åldrande befolkning som tar fler mediciner och uppenbara samhällsvinster för vård och omsorg bör driva användandet framåt. Adderar vi Norge och Finland så uppskattar iZafe att marknaden växer till omkring 500 000 dospåspatienter. Därtill har iZafe via ett samarbete med Remedio etablerat en marknadsnärvaro i Italien som på sikt kan bli en högtintressant marknad.

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

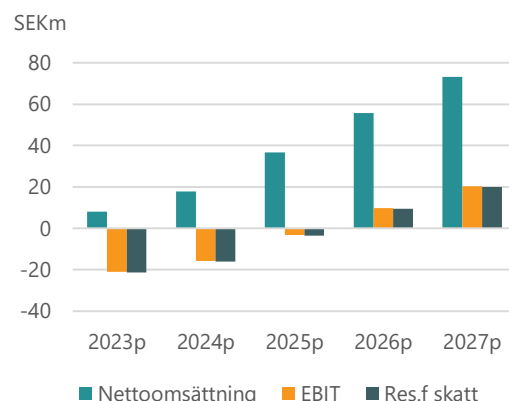
Pilloxa har utvecklat en mjukvaruplattform som syftar till att stödja patienter genom att tillgodose digitala lösningar (främst appar) under deras behandlingsresa. Det rör sig framför allt om lösningar kring bristande medicinering och uppföljning. Plattformen lanserades under fjolåret och målsättningen är att på sikt uppnå bruttomarginaler omkring 85 procent, vilket bör vara görbart givet att plattformen är färdigutvecklad (med undantag för uppdateringar) och skalbarheten hög när nya kunder tillkommer alternativt att befintliga kunder utökar sin tjänst. Pilloxa riktar sig främst emot små/medelstora läkemedelsbolag som ett patientstöd för att säkerställa följsamheten i deras kliniska forskningsprogram. Utöver att fler intäktsben adderas samt realiserade kostnadssynergier kan korsförsäljning mellan iZafes och Pilloxas befintliga kunder stärka tillväxten framåt.

Offensivt scenario föreslår stor värderingsdiskrepans

Eftersom iZafe ännu är i en tidig fas är detaljerade prognoser kring försäljning och storheter som marginaler en svår uppgift. I vårt huvudscenario räknar vi med att försäljningen fem år framåt kan uppgå till ~75 miljoner kronor och en långsiktig rörelsemarginal kring 25-30 procent. Vi når då ett rimligt värde kring 0,3 kronor. För att större uppsida skall motiveras behöver vi luta oss tillbaka på vårt optimistiska scenario med aggressivare tillväxt- samt marginalantaganden. Vårt bullscenario motiverar mer än 100 procent uppsida.

Lönsamt på EBIT-nivå 2025-26

Analysguidens samlade prognoser, 2023p-2027p



Källa: Analysguidens prognoser

Hälsosam uppsida i huvudscenariot

DCF-värdering av iZafe

WACC	15%
Snitttillväxt 2023-2027	261%
Snitttillväxt 2028-2033	13%
Långsiktig ebit-marginal	28%
Evig tillväxttakt	2%
Enterprise value, SEKm	64
Nettokassa (-), (Inkl. TO13B)	-24
Börsvärde, SEKm	88
Antal utestående aktier, milj. (Inkl. TO13B)	272,3
Motiverat värde per aktie, SEK	0,3

Källa: Analysguidens prognoser

iZafe i tre scenarier

Olika antaganden kring tillväxt och långsiktig lönsamhetspotential ger ett brett värderingsintervall.

EBIT 2023, %	Genomsnittstillväxt 2023-2033		
	n/a	126%	150%
37%			Bull - 0,7 kr
28%		Bas - 0,3 kr	
n/a	Bear - 0,05 kr		

Källa: Analysguidens prognoser

Not: Bear-scenariot motsvarar ett "worst-case" där bolaget inte lyckas ta in tillräckligt med kapital för att nå positivt kassaflöde. Vi tillskriver konservativt iZafes börsplats samt ackumulerade förluster ett värde kring 15 miljoner kronor.

Om iZafe

iZafe är ett medicinteknikbolag som tillhandahåller läkemedelsroboten Dosell, vilken bidrar till att minska risken för felmedicinering i hemmet, avlastar offentligvården samt möjliggör för ökad patient-självständighet. I slutet av 2022 förvärvades mjukvarubolaget Pilloxa, som erbjuder digitala lösningar för patientstöd samt en smart pillerbox. Visionen är att utveckla ett helhetserbjudande av digitala tjänster och produkter som säkerställer att patienten tar rätt medicin vid rätt tid samt att mäta hälsoeffekterna av den ökade följsamheten.

Kort om historiken

Produktidén till Dosell föddes ur praktiska erfarenheter från allmänläkare Göran Sjönell. Under 2006 skickades den första patentansökan in och två år senare bildade Sjönell bolaget MediRätt AB tillsammans med Sten Röing. Åren fram tills 2013 har genomförts av produktutveckling – en lång iterativ process för att ta fram olika prototyper.

Bilden högst upp intill till höger visar en tredje prototyp av Dosell. Utöver design- och teknikförändringar kan nämnas att initialt matades Dosell med lösa medicintabletter, vilket idag ändrats till dospåsar. Teknologin och designen har därefter förfinats men grundkonceptet då var samma som idag: ett hjälpmedel för automatisk distribuering av läkemedel som påminner patienten att ta rätt medicin i tid samt alarmerar anhöriga/vårdgivare om intag missats. Utöver Dosell kan nämnas ett antal andra utvecklingsprojekt i dåtid såsom Medcheck och MediKoll – med fokus på förenklingar/förbättringar inom vården samt informationsgivning kring läkemedel. Dessa två produkter finns inte kvar idag men visar på ambitionen om att bygga upp en större produktflora – en ambition som lever kvar än idag.

Under 2015 inleddes slututveckling av Dosell med målsättning att lansera under hösten 2017 – en tidsplan som reviderades fram ett par gånger och till slut lanserades 2019. Under 2018 år förvärvades Sensec Personlig Säkerhet – som erbjöd säkerhetslösningar såsom trygghet- och säkerhetslarm. Vd för Sensec, Anders Segerström, som konsoliderades in i koncernen tog över vd-posten för iZafe 2019. Dosell CE-märktes under 2018 enligt MDD-direktivet, som därefter certifierades om enligt det nya och ersättande MDR-direktivet 2021.

Åren 2019-2020 genomfördes av en renodling av verksamheten när affärsområdet Security (larmverksamheten) såldes och fokuset skiftades mot att bli ett rent Life-Science bolag. Sent 2019 lanserades Dosell och affärsaktiviteten tog snabbt fart. Ett flertal partneravtal knöts, däribland med välfärdsteknikbolaget Careium (avknoppning från Doro) samt ett pilotprojekt med omsorgsbolaget Attendo. Partner-ätverket växte och försäljningssiffror låg i luften med många vunna upphandlingar hos framför allt svenska samt norska kommuner. Där- emot tog försäljningen aldrig fart. Anledningen till det är sannolikt de produktbrister som uppstod kring den första versionen av Dosell samt produktionsutmaningar. Baserat på feedbacken som erhöles från brukare, partners samt deltagare i pilotstudier tog bolaget fram en förbättrad produkt, Dosell 2.0, som lanserades Q2 2021. Tätt därefter lanserades en konsumentversion av Dosell i Sverige samt Italien. Slutligen förvärvades Pilloxa i slutet av 2022, vilket möjliggjorde för fler intäktsben, frigör synergier samt förlänger resan med patienten.

En av de första prototyperna...

Prototyp av Dosell år 2013



Källa: Bolaget

... och mycket har hänt sedan 2013

Färdig produkt år 2021



Källa: Bolaget

Förvärv breddar erbjudandet

Pilloxas app samt smarta pillerbox



Källa: Bolaget

Rätt medicin vid rätt tid

Avvikelse från ordinerade läkemedel kan för den drabbade innebära allvarliga konsekvenser. Patienten glömmar ta sin dos, den tas vid fel tid eller förväxlas med andra läkemedel är de vanligaste läkemedelsrelaterade problemen. Enligt en rapport från SOU (Statens offentliga utredningar) är följsamheten i Sverige för långtidsmedicinering mindre än 50 procent och antalet läkemedelsrelaterade sjukhusinläggningar uppskattas vara omkring 15 procent. Utöver hälsorisk och hög stress på sjukvården kan konsekvenserna kvantifieras till pengar. Kostnader för felaktig läkemedelshantering estimeras överstiga hela 20 miljarder kronor per år¹. I rapporten främjas därför digital teknik för att minska risken för bland annat läkemedelsavvikelse. Ett verktyg som uppmärksammas är läkemedelsrobotar.

iZafe har utvecklat en läkemedelsrobot, Dosell 2.0 (samt Dosell konsument), som bygger på automatisk distribuering av dosförpackade läkemedel (dospåsar) till patienter. Patienter som använder dospåsar har fått det förskrivit av en läkare, är ofta äldre och brukar mer än ett läkemedel. Dospåsarna innehåller vanligtvis läkemedel för en till två veckors förbrukning och förpackas på en rulle märkt med innehåll och intagstid. Dosell fylls därefter på med dosrullarna och placeras i patientens hem. Via en sensor läser Dosell av tidpunkt samt datum för medicinintag från rullen varpå den klipper av rätt påse och matar ut den. En ljud- och ljussignal följer och patienten påminns när det är dags att ta sin medicin.

Enheten programmeras med hjälp av en eller flera medicinskt ansvariga (ex. hemtjänst eller anhörig) som med internetuppkoppling via SIM-kort länkas till molnet samt en tillhörande app som ansluts via Bluetooth. Om något blivit fel eller om utmatad medicin ej plockas upp skickas ett larm till ansvariga registrerade i enheten. För att säkerställa att Dosell fungerar vid strömavbrott eller om nätverkskabeln kopplas ifrån går enheten då automatiskt över till batteridrift. Slutligen, enheten är kompatibel med samtliga svenska dospåseleverantörer (ex. Apodos och Svensk Dos).

Syftet med Dosell är att säkerställa att patienten tar rätt medicin vid rätt tid. Molnlösningen möjliggör för insamling av data kring följsamhet och kan även integreras i externa system, såsom välfärdsplattformar. Nedan listas ett urval av fördelar som möjliggörs med Dosell:

- Säkrare medicinering samt tryggare miljö för anhöriga
 - Minskad risk för patienten att blanda ihop läkemedel och efterföljande över-/underdosering
 - Om patienten inte tar sin medicin alarmeras vårdgivare eller/samt anhörig
- Avlastar underbemannad vård och omsorg samt minskar kostnader
 - Färre hembesök eftersom de blir ett mindre arbetsmoment för hemtjänsten – kan skipa vissa besök alternativt lägga mer tid på själva vårdarbetet
 - Färre sjukhusinläggningar till följd av felmedicinering
- Ökar patientens självständighet
 - Ökande och åldrande befolkning – de blir fler äldre att ta hand om och framåt kommer fler behöva kunna stanna hemma längre

¹ Framtidens teknik i omsorgens tjänst, SOU, 2020

Dosell – en helhetslösning

Dosell är uppkopplad till en molnlösning samt app



Källa: Bolaget

Dospåse rivs av från dosrulle



Källa: Vårdfokus.se

Två versioner breddar användandet

iZafe tillhandahåller två läkemedelsrobotar – Dosell 2.0 som riktar sig mot företag (idag kommuner) och säljs via partners samt en enklare version som marknadsförs dels av Apoteket AB direkt till konsument, dels i Italien mot apotek via ett partnersamarbete. Som vi kort berörde i historikavsnittet påverkades lanseringen av Dosell av diverse produktfel och buggar, vilket krävde sin korrigering. Det innebär att alla befintliga enheter som var ute hos partners samt deras slutkund behövde skickas tillbaka och ändras. Felen korrigerades, en ny version lanserades och samtliga partners i nätverket har validerat och godkänt Dosell 2.0. En relativt snabb men tillika kostsam process.

Ser vi till skillnaden mellan de två versionerna härleds det till en mer avancerad back-end-lösning i Dosell 2.0. Konsumentversionen kan förenklat beskrivas endast inneha Dosells nyckelfunktion – en robot som laddas på med en dosrulle och levererar rätt dospåse vid rätt tid samt en app med larmfunktion som aviserar anhöriga/vårdgivare om så inte är fallet. Lösningen manövreras enkom via bolagets app. Konsumentversionen kan enkelt laddas på av brukare, anhöriga och är helt oberoende av vårdpersonal.

Å andra sidan, Dosell 2.0, erbjuder en mer flexibel och skalbar lösning. Tillkommer gör: en egen adminportal – exempelvis för hemtjänst i en kommun som har flera robotar och vill följa statistik för varje enskild brukare, mer precis kontrollbarhet: uppbyggnad av larntagargrupper inom hemtjänsten – när kom larmet, vem tog det, när åtgärdades det. Systemet kan även integreras in i andra externa system. Dosell 2.0 riktar sig mot mer professionella användare och kräver mer upplärning, förberedelser samt konfigurering av enheten.

Lansering mot privatpersoner genererade viktig data

Produktidén kring en konsumentversion föddes främst ur ett datainsamlingsbehov eftersom Dosell 2.0 i slutändan hamnar hos en kommun. Kommuner tenderar att vara långsammare vid implementering av nya koncept gentemot mer snabbfotade privatpersoner. Vår uppfattning är att mer användningsdata från Dosell är något som tidigare efterfrågats och begränsat iZafe i upphandlingsprocesser, varför lanseringen mot privatpersoner snabbt kunde generera denna önskade data. Därtill generade konsumentversionen nyttig användardata som bistod i framtagandet av Dosell 2.0. Utöver det skall noteras att iZafe, med Dosell Konsument, är först ut med en läkemedelsrobot som säljs direkt till konsument på den europeiska marknaden.

Konsumentversion kan framåt erbjudas till företag

En trolig framtida försäljningsapproach är att även konsumentversionen kommer erbjudas till företag (kommuner, privata vårdbolag, mm.) och blir en möjlig instegsprodukt som sedan kan utökas till Dosell 2.0 eller ”premiumversionen”. Lanseringen direkt mot konsument möjliggör för privatpersoner att lägga hand på en läkemedelsrobot utan att behöva genomgå kommunens relativt långdragna processer. Betalning sker då förstås utifrån patient/anhörigs egen ficka.

Dosell 2.0 – Partneraffär med expertkompetens

Affärsmodellen bygger på en partnerlösning där iZafe samarbetar med bolag som tillhandahåller digitala välfärds- och hälsovårdsplattformar vilka agerar återförsäljare. Nyttan för partnerbolaget är dels att få tillgång till en produkt som breddar deras totalerbjudande, dels access till data kring patienternas följsamhet via iZafes app och molnlösning. Partneraffären medför att iZafe inte behöver bygga upp en större säljorganisation och kan ta del av den kunskap som finns hos partnern. Nackdelen med en distributörsmodell är förstås risken att bli nedprioriterad i ett större sortiment av andra produkter, intäktsdelning samt minskad kontroll – eftersom iZafe inte kan följa hur intensivt produkten marknadsförs.

Slutkunden för partners är främst kommuner och avtalsvinsterna är så här långt klart dominerade på den svenska samt norska marknaden. Partneravtalen är strukturerade på så vis att partnern bedriver försäljning och marknadsföring, upphandlingsprocesser, tillhandahåller lager, support, logistik och utbildning. iZafes del i samarbetet är utbildning av partners personal, stöttning vid de första implementeringarna samt nära kommunikation för att observera vad partnern önskar i utvecklingsväg. Utöver kommuner är möjliga kunder privata vårdbolag (ex. de pågående samarbetet med Aleris mot avancerad hemsjukvård), privata vårdhem samt privata äldreboenden.

Intäktsmodellen som nyttjas är att partnern får fritt spelutrymme kring prissättningen mot kund. iZafe erhåller en engångsintäkt för att täcka hårdvarukostnaden samt löpande intäkter i form av licensavgifter. Partnern erhåller därefter mellanskillnaden. Vår uppfattning är att engångsintäkten och således kostnaden för att producera en Dosell är omkring 2500 kronor samt att licensintäkten genererar runt 400 kronor per månad för iZafe.

Kort om respektive partner

Partner	Marknad	Kommentar
Aleris	Sverige	Privat vårdbolag. Samarbete kring eventuellt införande av Dosell för patienter med avancerad hemsjukvård
ApoEx	Sverige	Leverantör av bla. dospåsar till patienter och sjukhus. Samarbetet avser att inkludera Dosell i deras utbud
Apoteket AB	Sverige	Exklusiv återförsäljare av Dosell Konsument via Apotekets webbsida
Avanto Care	Sverige	Välfärdsplattform som samlar in information från diverse sensorer (däribland från Dosell och data kring följsamhet) iZafe erhåller betalning för denna data Avanto Cares affärsidé bygger därefter på att presentera åtgärdsunderlag kring inhämtad data för ex. hemtjänst
Careium (tidigare Doro)	Sverige , Europa	Återförsäljare av välfärdsteknik med ~400 000 som nyttjar deras tjänster
Hepro AS	Norge , Europa	Del i AddLife-koncernen. Återförsäljare av välfärdsteknik
Hippo Technologies	USA , globalt	Utvecklingssamarbete - en tjänst baserad på Dosell till befintliga användare av Hippos produkter och plattform Lansering i USA kräver 511k-godkännande eller PMA (Pre-Market Approval) före lansering är möjlig
Ing. Dahm & Bagle AS	Norge	Mer än 40 års erfarenhet inom välfärdsteknik samt system för larm och säkerhet
Remedio	Italien	Dosell marknadsförs mot lokala apotek på den italienska marknaden
Viser	Sverige	Säljer IT-stödsystem till kunder inom vård och omsorg - framför allt kommuner och privata bolag
Vivago	Finland	Återförsäljare av välfärdsteknik - över 100 000 människor använder deras lösningar dagligen
Zafe Care Systems	Sverige	Dotterbolag till AddLife. Återförsäljare - främsta kunder hos kommuner och privata vårdbolag

Källa: Analysguiden

Genom åren som passerat har iZafe byggt upp ett större partnernätverk som vid skrivande stund involverar tolv aktörer redovisade i ovan tabell. Partneraffären möjliggör för iZafe att med en låg kostnadsbas nå ut till större delar av världen. Ytterligare en fördel att gå via partner är att bland annat sjukvårdssystem och upphandlingsprocesser ser mycket annorlunda ut länder emellan varför expertis med lokal marknadskännedom blir ovärderligt.

Stort och växande partnernätverk



Källa: Analysguiden

Marknaderna Sverige och Norge är de som bolaget tagit sig längst på. Här kan nämnas att iZafe via deras norska partner Hepro under 2020 stod segrande i den största nationella upphandlingen hittills som omfattade 62 kommuner och omkring 1800 läkemedelsautomater. Där emot ska tilläggas att Hepro är återförsäljare för fler läkemedelsautomater, däribland huvudkonkurrenten Evondos läkemedelsrobot, och fördelningen på hur många beställningar som avsåg Dosell är för oss okänt.

Först i Europa med konsumentversion

Vi vill skänka lite mer tid till partneravtalet med det italienska vårdbolaget Remedio som initierades först under mitten av 2019. Remedio bedriver tillsammans med fyra partners vårdkonceptet "Sempli Farma" med syftet att minska vårdkostnader och öka effektiviteten i det italienska sjukvårdssystemet.

Ett första steg för vårdkonceptet har varit att introducera användandet av dospåsar för apoteken – ett helt nytt koncept i Italien ska tilläggas. Nästa steg för gruppen var att sälja deras egna maskiner som förpackar läkemedel i dospåsar. Apoteken säljer i sin tur dospåsar till patienter via en abonnemangstjänst. iZafe sluter distributionskanalen genom att Dosell Konsument säljs via partnern till apoteken som då adderar enheten till ett mer utvidgat erbjudande.

Samarbetet öppnar upp en stor privatmarknad där iZafe får ett "first mover advantage" mot andra aktörer. Marknaden är dock inte mogen varför satsningen kan förmodas ta några år innan större frukter kan bäras. Som vi tidigare nämnt är dospåsanvändning vanligast hos äldre personer med flera ordinerade läkemedel. Här kan nämnas att 8,8 miljoner människor överstigande 65 år konsumerar mer än fem läkemedel varje dag i Italien.

I oktober förra året pressreleasade partnern Remedio om att konceptet sålts in till tolv apotek och att 2000 användare nyttjar deras abonnemangstjänst för dospåsar. Vid tidpunkten tecknade två apotek i månaden upp sig för deras dosförpackningsmaskin. Nyheten sammanföll även med försäljningsstart av Dosell Konsument. Intressant att notera är att dessa 2000 användare omfattades till 95 procent av vårdhem varför iZafe konstaterade att även företagsversionen bör introduceras. Vårt intryck är att momentum tagit fart och nu när båda Dosell är i gång försäljningsmässigt kan vi sannolikt förvänta oss viss försäljning redan under innevarande år.

Tidig exponering mot dospåsarnas mecka

I slutet av 2022 ingick iZafe ett samarbetsavtal med Medcam AB som marknadsför och säljer medicintekniska produkter. Medcams återförsäljarnätverk är brett med tyngd på Norden men exponering ges även mot Europa, USA samt övriga världen. För att ge ett hum om Medcams storlek omsatte bolaget ~19 miljoner kronor år 2021. Initialt är fokuset att bearbeta den nederländska marknaden som därefter ämnas breddas till fler marknader. Nederländerna är högintressant och beskrivs av iZafe som dospåsarnas mecka, en marknad som är relativt sett mogen och större än våra nordiska länder. Läkemedelsrobotar är ett betydligt mer inarbetat koncept i landet jämfört med Sverige.

Avslutade fjolåret med två intressanta avtal

Under det fjärde kvartalet 2022 aviserade iZafe två nya samarbetsavtal med vårdbolaget Aleris samt partihandelsbolaget ApoEx, som är inriktade mot apoteksvaror och medicinsk utrustning.

Syftet med Aleris-samarbetet är att undersöka introduktionen av Dosell i bolagets sortiment riktat mot patientgruppen ”avancerad sjukvård i hemmet”, det vill säga en vårdform som möjliggör för patienten att få samma sjukvård i hemmet som på ett sjukhus. Samarbetet är ett pilotprojekt där 30 patienter kommer få hjälp med medicineringen av Dosell i avseende att minska risken för felmedicinering. Pilotprojektet är det första i sitt slag där en läkemedelsrobot integreras inom den avancerade hemsjukvården.

ApoEx, en leverantör av apotekstjänster, system och dospåsar till vårdgivare, levererar ~3500 dospåsar till patienter och sjukhus i flera regioner. Samarbetet avser att inkludera Dosell i ApoEx utbud. ApoEx uppger att Dosell är den enda läkemedelsroboten på marknaden som klarar av att hantera dospåsarna som bolaget levererar. Dospåsarna produceras i Stockholm och används bland annat av Aleris.

Dosell Konsument – Apoteket AB validerar produkten

Likt affärsmodellen för Dosell 2.0 bedrivs försäljningen av konsumentversionen via distributörer. Dosell Konsument är lanserad i Sverige samt Italien via ett partnersamarbete. En första lansering på den svenska marknaden genomfördes under Q4 2021 efter att ett pilotprojekt inkluderande 20 personer visade att 95 procent var nöjda och ville fortsätta vidare. Försäljningen i Sverige sker med Apoteket AB, via ett exklusivt samarbetsavtal, och bedrivs via deras webbsida. Det innebär att iZafe får direkttillgång till marknaden omfattande ~280 000 användare av dospåsar.

Samarbetsavtalet är ett klart kvalitetstecken givet den gedigna process som produkter behöver genomgå för att inkluderas i Apoteket AB:s produktsortiment. Prisstrukturen på Apoteket AB:s webbsida är uppdelad på en engångskostnad om 499 kronor samt en löpande avgift om 299 kronor per månad. Engångssumman tillfaller Apoteket AB, vilket är deras försäljningskommission samt en kompensation för tillhandahållandet av support. Hela abonnemangsavgiften tillförs därefter iZafe. Kunderna blir låsta i användandet av Dosell Konsument via abonnemanget eftersom enheten är programmerad så att innehavaren inte kan mata på dospåsar om ett abonnemang ej är aktivt.

Framgångsrik lansering men låg produktionstakt

I samband med lanseringen marknadsförde iZafe konsumentversionen via Tv-reklam. Satsningen fick bra gehör eftersom sortimentet hos Apoteket AB var slutsålt inom bara någon vecka. Sortimentet har därefter tagit slut i flera omgångar, fyllts på igen och det är tydligt att en ny produktionslösning behöver komma på plats. Initialt är fokuset på Sverige samt Italien men ambitionen på sikt är att lansera konsumentversionen i andra EU-länder såsom Norge, Finland, Spanien, Portugal och England.

Produktionslösning behövs för att kunna skala upp

Dosell tillverkas tillsammans med två partners, Holmgrens plast samt Frikab. Den förstnämnda tillverkar plastdetaljerna och den sistnämnda kretskort samt de övriga komponenter som behövs. Monteringen sker därefter i Stockholm.

Med nuvarande produktionstakt kan tio Dosell tillverkas per dag, vilket grovt räknat innebär 2500 enheter per år. Bolaget berättar att de under våren kommer söka en ny produktionspartner i ett annat EU-land för att lägga grunden till en framtida storskalig tillverkning.

Konkurrens på dospåsmarknaden

Läkemedelsautomater är ett relativt välkänt koncept i Norden och vi finner även ett par globalt som varit lanserade i årtionden. Dessa utgörs av både billiga och enkla varianter samt dyrare och mer sofistikerade som kan kopplas upp till molnet för att samla in data. En viktig distinktion är att denna uppsjö av produkter främst har baserats på läkemedelsautomater som hanterar lösa piller eller lösa piller i dossetter gentemot Dosell som förutsätter att patienten fått sig förskrivet dospåse.

Dospåsanvändning är i jämförelse med dosetter okänt, vilket förklarar varför det naturligt finns färre dospåsbaserade läkemedelsrobotar världen över. Vår uppfattning är dock att dospåsmarknaden växt de senaste åren.

Utöver om produkten baseras på lösa piller, lösa piller i dosetter eller dospåsar kan ytterligare en segmentering genomföras på funktionsnivå: automatiska/manuella samt uppkopplade/inte uppkopplade. Dosell tillhör segmentet dospåse, automatiska och uppkopplade. Nedan presenteras de konkurrenter vi finner mest intressanta.

Evondos är marknadsledare och en tuff konkurrent

Evondos Philips CareXS Medido



Källa: Analysguiden

Dosell 2.0 har sin största konkurrent hos Evondos Oy – som är den ledande aktören i Norden med läkemedelsrobotar implementerade hos mer än 300 kommuner. Evondos är från grunden ett finskt bolag, där även huvudkontoret samt FoU är placerat, men köptes upp av den norska riskkapitalisten Verdane under 2020.

Sedan grundandet 2007 har mer än 15 miljoner doser distribuerats med deras läkemedelsrobotar och koncernen omsatte 11 miljoner Euro år 2020. Evondos sysselsätter idag mer än 150 personer i Norden. Det svenska dotterbolaget, Evondos AB, omsatte under 2021 omkring 26 (~18) miljoner kronor och hade då avtal med ett 80-tal svenska kommuner (~30 procent av Sveriges kommuner).

Produkttegenskaperna för Evondos läkemedelsrobot "E300" är liknande de för Dosell men med ett antal differenser. Roboten uppmärksammar patienten när det är dags för läkemedelsintag via ljudsignal, **talade instruktioner** samt **skriftliga instruktioner på skärmen**. Vårdpersonal kan kontrollera läkemedelshanteringen via Evondos distansvårdssystem samt en app. Skärmlösningen möjliggör även att skicka textmeddelande till vårdtagaren.

För patienten är roboten enkel och det finns endast en knapp att trycka på när det är dags för medicinintag. Om patienten försöker plocka ut läkemedel före rätt tid ges i stället information om tidpunkt för nästa intag.

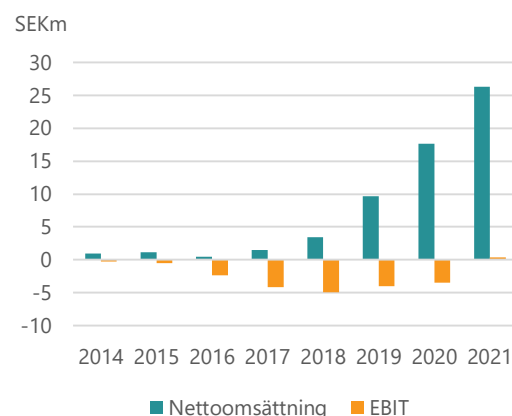
Olika typer av läkemedelsautomater



Källa: Analysguiden

Tilltagande tillväxt de senaste 3 åren

Evondos AB, dotterbolag till Evondos Oy, 2014-2021



Källa: Allabolag.se

Under 2022 lanserades ”Evondos Anna”, vilken möjliggör för **video-assisterad administration av läkemedel i hemsjukvården**. Det innebär att administratören kan ringa videosamtal till roboten och bekräfta att patienten tagit sin medicin, en fördel gentemot Dosell. Slutligen är enheten relativt tung om 7-8 kg gentemot Dosells fjäderlätta 2 kg.

Konkurrerar framför allt med ett lägre pris

Vår uppfattning är att Evondos erbjuder fler funktioner, vilket gör produkten något attraktivare till professionella kunder. Däremot kommer det till ett högre pris. Enligt mötesanteckningar via ett välfärdsteknikråd framgick att prissättningen för Evondos, under 25 robotar och utan avtal, uppgick till 2550 kr/robot och månad². Eftersom Dosells partner bestämmer prissättningen själva vet vi inte exakta siffror men priset är enligt iZafe lägre. Ser vi endast till grundsyftet, rätt medicin i rätt tid, har Dosell i vår uppfattning goda möjligheter att konkurrera med sitt lägre pris.

Genom att vara först ut på marknaden har Evondos ett klart försprång gentemot iZafe. Produkten har även utvärderats i ett antal studier som visat goda resultat på följsamhet, kostnadsbesparingar samt den stora tidsvinst och minskning av bilfärder som möjliggörs för hemtjänsten. Studierna i kombination med att roboten använts och därav validerats hos en uppsjö av kommuner utgör en stor konkurrensfördel. Det är heller inte orimligt att anta att Evondos med sitt tidiga intåg påverkat hur upphandlingsprocesserna är strukturerade.

Avslutningsvis ser vi i Evondos en pionjär med ett inarbetat namn, ett stort riskkapitalbolag i ryggen och en mycket tuff konkurrent mot iZafe i upphandlingsprocesser. Positivt från iZafes sida är att Evondos via sina marknadsföringsinsatser samt tidiga lansering gjort den skandinaviska marknaden mer mogen och öppen för denna typ av produkt.

Konkurrenten som påminner mest om Dosell

En annan konkurrent värd att nämna är läkemedelsroboten Medido 3.0. År 2018 lanserades produkten i Sverige via bland annat Posifon, ett Göteborgsbaserat teknikbolag. Ägaren av Medido 3.0 (varumärke) kan härledas till ett holländskt bolag vid namn Vitavanti Group BV. Utöver Sverige säljs även roboten i Europa, däribland i Nederländerna. Egenskaperna påminner i mångt och mycket om Dosell: En liten och behändig enhet, som förpackas med dospåsar och påminner med ljud, ljus och **tal** när det är dags för patienten att ta sin medicin varpå den matar ut rätt dospåse.

Enheten är uppkopplad till Posifons egna uppföljning- och kommunikationsverktyg ”Posifon Prevent” med tillhörande app och larmfunktion till utvalda larntagare vid avvikelser. Det är svårt att utröna vilken produkt som har fördelaktigast egenskaper och dessvärre har vi inte lyckats utröna prissättningen för Medido 3.0.

Den 2 februari pressreleasade Evondos att de köpt upp samtliga aktier i Vitavanti Group BV. Det innebär än mer tuffare konkurrens mot Dosell eftersom de nya sammanslagna bolaget kommer kunna erbjuda både en enklare samt en mer avancerad läkemedelsrobot.

² Mötesanteckningar välfärdsteknikråd, Region Jönköpings län, 2022-09-15

Förvärv stärker helhetserbjudandet

Under Q4 2022 aviserade iZafe ett förvärv av mjukvarubolaget Pilloxa. Köpeskillingen uppgick till ~14 miljoner kronor och erlades via en riktad kvittningsemission om totalt 50 miljoner aktier till kursen 0,275 kronor. Pilloxa har tre grundare, däribland nuvarande vd Helen Rönnqvist, och har sitt ursprung från ett "clinical innovation fellowship program" under 2014 där grundarna arbetade med innovativa metoder för att driva utvecklingen av medicinteknik inom vården.

SaaS-program för patientens behandlingsresa

Pilloxa har utvecklat ett SaaS-program som syftar till att stödja patienter genom att tillgodose digitala lösningar (framför allt appar) under deras behandlingsresa. Det rör sig framför allt om lösningar kring bristande medicinering och uppföljning, vilket är ett problem som orsakar omkring 300 000 dödsfall i Europa och USA varje år och för med sig omkring 230 miljarder euro i uteblivna intäkter årligen för små och medelstora läkemedelsbolag.

Pilloxa har gjort det enklare, snabbare och billigare att skapa appar för patientstöd, vilket tur bidrar till förbättrad patienthälsa, minskade samhällskostnader och ökade intäkter för läkemedelsbolagen.

Mjukvarulösningen bygger på standardiserad datahantering samt regelverk och moduler som kan användas för att skapa skräddarsydda appar för patienten. Det innebär att läkemedelsbolagen snabbt (redan inom en månad) och kostnadseffektivt kan få ut digitala supportprogram till sina patienter. Därtill kan externa system samt hårdvara kopplas direkt till plattformen, däribland Pilloxas egna smarta pillerbox. Dessutom adderas nya funktioner till plattformen löpande.

Breddar intäktsbas och på sikt för stabila intäkter

Mjukvarulösningen erbjuds framför allt till små och medelstora läkemedelsbolag men även till större aktörer som är aktiva inom mindre segment. Försäljningen sker genom en abonnemangsmodell som binder kunderna i tolv månader vilket ger bra visibilitet i intäkterna.

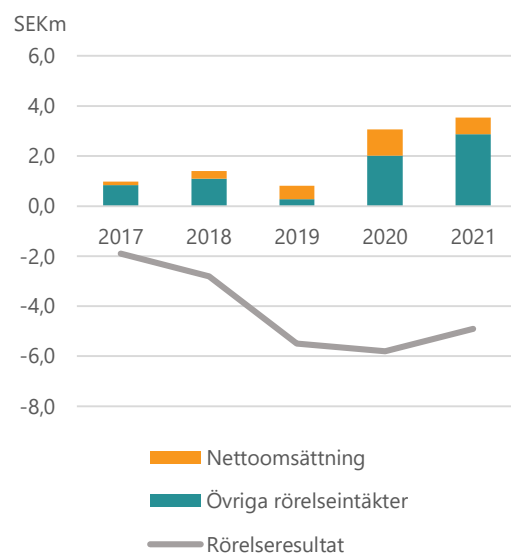
Intäktsmodellen är uppdelad i ett enkelt erbjudande "Core" samt ett utökat "Advanced" med en lägsta kostnad för respektive abonnemang om 2500 samt 5000 euro per månad. Läkemedelsbolagen betalar där efter en kostnad per sjukdomsområde, alltså per hjälpmedel för en specifik patientgrupp med en specifik medicin, samt per land.

Plattformen är enkel att skala och kunderna kan övertid addera fler sjukdomsområden och länder, vilket gör att Pilloxa kan växa i takt med deras kunder. Skalbarheten, när nya kunder tillkommer eller befintliga adderar fler tjänster, borgar således på sikt för potential till höga bruttomarginaler. Målsättningen för Pilloxa är att uppnå en bruttomarginal om 85 procent.

Försäljningen sker via en partnermodell där Pilloxa idag har avtal med bland annat den tyska läkemedelsjätten Bayer AG samt Karolinska Institutet. Slutligen möjliggör partnermodellen för Pilloxa att bedrivs med relativt låga rörelsekostnader. Kostnader för produktutveckling kommer förstås kvarstå men sannolikt minska givet att de största utvecklingskostnaderna redan är tagna.

Ökade intäkter men även kostnader

Finansiell historik Pilloxa, 2017-2021



Källa: Bolaget

Not: Övriga rörelseintäkter avser diverse bidrag från bland annat Tillväxtverket samt EU

Tvådelad abonnemangsmodell

Pilloxas huvuderbjudanden för mjukvaruplattformen

Modell	Baspris	Per terapeutiskt område	Per land	Pillbox/användare
Core	2500	?	50	40
Advanced	5000	?	50	40

Källa: Bolaget

Not: Samtliga intäkter i euro samt per månad

Pilloxa One – smart pillerbox länkas med mjukvaran

Pilloxa erbjuder, förutom sin mjukvara, även pillerboxen Pilloxa One. Pillerboxen har 14 fack, ett för morgon och ett för kväll. Pilloxas app meddelar patienten när det är dags att fylla på sin medicin och i vilket fack. Boxen har en batteritid på sex till tio dagar och har ett SIM-kort samt Bluetooth som möjliggör uppkoppling till molnet och datalagring. När patienten skall ta sin medicin lyser en lampa på rätt fack. Slutligen, en sensor placerad i respektive fack känner av när patienten tagit sin medicin och säkerställer således att medicinen upphämtats.

Pågående studie för att validera värdeerbjudandet

Pilloxas har en pågående studie för deras app och smarta pillerbox. Studien inkluderar 200 patienter som nyligen diagnosticerats med förmaksflimmer och behandlas med läkemedlet rivaroxaban. Syftet med studien är att se tio procent förbättrad följsamhet, jämfört med 60 procent (baseline), hos patienterna ett år efter att de börjat använda Pilloxas lösning. Färdigställandet av studien förväntas under Q2 2024. Studier likt dessa torde förenkla säljprocesser mot kund.

Bildar ny koncern med attraktiva affärsmöjligheter

Vi anser att Pilloxa har goda förutsättningar att växa omsättningen drivet av ökad digitalisering bland SME:s inom läkemedelsbranschen. Dels är läkemedelsbranschen generellt sett underdigitaliserad, dels saknar små och medelstora företag såväl teknisk kunskap som budgetutrymme för att utveckla egna medicintekniska lösningar. Här kommer Pilloxas mjukvarulösning in som erbjuder SME:s inom läkemedelsbranschen ett kostnadseffektivt verktyg för att tillgodose patienterna med digitala lösningar under behandlingstiden.

Förvärvet av Pilloxa gör iZafe till ett mer attraktivt bolag genom att bredda produkterbjudandet, addera fler intäktsben samt de integrationer som på sikt möjliggörs. Efter förvärvet kan iZafe nu erbjuda Pilloxa One (Pilloxas smarta pillerbox) som en ”instegslösning” för att sedan erbjuda Dosell när behovet uppstår. Därtill kan Dosell integreras i Pilloxas mjukvarulösning, vilket möjliggör för förbättrad datainsamling och analys. Sammanfattningsvis kan iZafe nu erbjuda stödssystem för hela patientresan, vilket torde stärka värdeerbjudandet.

Utöver att bolaget nu kan erbjuda ett mer heltäckande värdeerbjudande öppnar förvärvet även upp för utökade affärsmöjligheter. Intäktsbasen breddas tack vare Pilloxas mjukvarulösning som möjliggör för skalbara intäkter med god visibilitet. Därtill finns goda möjligheter för ”korsförsäljning”. Givet Pilloxas exponering mot SME:s inom läkemedelsbranschen öppnas en ny säljkanal upp för iZafe, där Dosell kan säljas till Pilloxas befintliga kunder. Samma försäljningstillfälle uppstår förstås omvänt, mot kommuner. Genom Pilloxa One breddas även målgruppen till att inte bara inkludera patienter som använder sig av dospåsar utan även patienter med flera olika läkemedel kan nu tillskrivas bolagets målgrupp. Beroendet mot dospåsmarknaden minskar således.

Slutligen adderar förvärvet kunskap inom kliniska studier, vilket bidrar med tillförlitlighet till koncernens erbjudande. Kostnadssynergier i form av overhead (kontorskostnad, admin mm.) kan även realiseras. I närtid är avsikten att de båda bolagen ska drivas parallellt med varandra för att över tid kombinera de båda lösningarna.

Pillerbox samt tillhörande app



Källa: Bolaget

Marknaden och statliga initiativ

I det breda perspektivet uppskattas marknaden för e-hälsa globalt uppgå till 243 miljarder USD år 2022 där den amerikanska marknaden representerar den klart största andelen vid ~30 procent. Segmentet "monitorering" dominerar (60 procent, 2021) och innehåller bland annat verktyg för övervakning av följsamhet samt datainsamling, där Dosell tillsammans med Pilloxas lösningar passar väl in. Marknaden estimeras enligt Grand View Research växa med ~17 procent årligen fram tills 2030 för att då uppgå till 877 miljarder USD.

Blickar vi till den svenska marknaden sjösatte regeringen och Sveriges Kommuner och Regioner (SKR) digitaliseringsinitiativet "Vision e-hälsa 2025" under 2016 vars målsättning var att Sverige år 2025 skulle vara bäst i världen på E-hälsa. En av fyra huvudsakliga inriktningsmål "Individen som medskapare" berör digitala stöd inom vården för att möjliggöra för individer att leva självständigt i hemmet med bibehållen trygghet –något som läkemedelsrobotar bistår med.

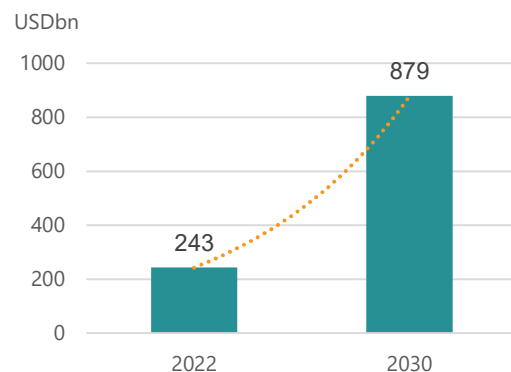
För att stödja visionen ingick regeringen och SKR en överenskommelse kring digital teknik i äldreomsorg. Överenskommelsen spände över åren 2020-2022 och avsåg riktade stimulansmedel om 200 miljoner kronor till kommuner runtom i Sverige. Totalt har investeringar om 430 miljoner kronor aviserats, varav övriga 230 avser stöd till e-hälsa för hälso- och sjukvården. I rapporten rekommenderade även SKR läkemedelsrobotar som en av fyra välfärdstekniker för att ta sig närmare visionen. En sådan rekommendation torde driva på efterfrågan hos kommuner och dess villighet att implementera läkemedelsrobotar. Investeringar likt dessa är viktiga för iZafe, sannolika att fortsätta och snabbar på nödvändiga förändringsprocesser samt underlättar investeringsbeslut för kommunerna.

Trenden kring kommuners tillhandahållande av medicinpåminnare (läkemedelsautomater/robotar, digitala kassetter mm.) är stigande men minskade under 2020. I tabellen intill till höger presenteras utvecklingen för andra välfärdstekniker. Vår tolkning är att medicinpåminnare idag är ett välkänt koncept men att implementeringen fortfarande är i tidig fas. Om en resa, likt den för digital nattilsyn, hägrar finns mycket kvar att hämta. Dessvärre har vi inte tillgång till uppdaterade siffror för 2021 och 2022 men blickar vi på försäljningen i Sverige för huvudkonkurrenten Evondos så vittnar den om att tillväxten ökat, i alla fall för gruppen läkemedelsrobotar.

För att knyta ihop säcken kan vi konstatera att digitalisering och e-hälsa är och har varit ett stort fokus för svensk vård och omsorg. Utöver en effektiviserad och mer kvalitativ vård finns stora kostnadsbesparingar att inhämta där exempelvis en mindre hemtjänststimme motsvarar 472 kronor och en färre sjukhusinläggning 55 330 kronor.

Marknadsrapporten "Värdet av digital teknik i den svenska vården" utförd år 2016 av McKinsey & Company ger en fingervisning om vilka besparingar som kan uppnås om digitala tekniker implementeras fullt ut i vården. I jämförelse med ett scenario där inga digitaliseringsinitiativ genomförs estimeras den årliga vårdenhetskostnaden kunna minska med 25 procent år 2025, motsvarande 180 miljarder kronor för slutåret. Scenariot baseras på 14 fokusområden kring digital teknik varav "övervakning av medicinering" är en av dessa som enskilt förväntas generera bruttobesparingar om 3 miljarder kronor år 2025.

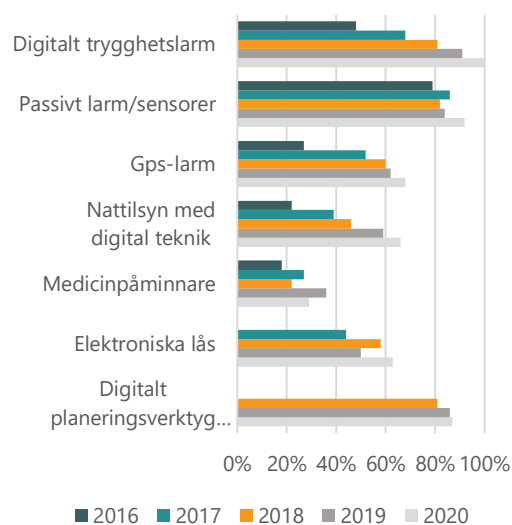
E-hälsomarknaden globalt



Källa: Grand View Research, 2022

Fler medicinpåminnare erbjuds

Andel kommuner som har välfärdsteknik för personer i ordi-närt boende (boendeform såsom egna hem, bostadsrätt och hyresrätt), 2016-2020 i procent



Källa: Socialstyrelsen, 2019 & 2020, Analysguiden
Not: Siffrorna är uppskattade från en graf och kan således skilja sig något åt. Trenderna är dock tydliga.

Dospåsmarknaden, uppskattad tillväxt och breddning

Enligt eHälsomyndigheten intar omkring 280 000 svenskar sin medicin via dospåse. iZafe uppskattar att den skandinaviska marknaden, inkluderande endast Norge och Finland, uppgår till omkring 500 000. Som vi tidigare berört är Nederländerna en pionjär inom dospåsmarknaden och Italien har ett momentum som på sikt kan göra den till en högtintressant marknad. Information kring dospåsanvändandets omfattning i Italien samt Nederländerna är ytterst begränsat men att nyttjandet är större än i våra nordiska länder kan vi konstatera.

Huruvida användandet av dospåsar i Sverige förändrats över tid och marknadstillväxt har vi inte funnit men siffror för kostnader på receptbelagda läkemedel kan ge oss en grov överblick. Om vi fördelar upp kostnaderna på 1) hela förpackningar och 2) dosdispenserade läkemedel mynnar det ut i en tillväxt omkring 4-5 procent i snitt per år från 2006 till 2019³. Siffran skall tas med en nypa salt, eftersom det inte är en perfekt proxy på dospåsanvändandet.

Genom förvärvet av Pilloxa, specifikt kring deras smarta pillerbox, innebär de att målmarknaden kan breddas till patienter som brukar fler läkemedel. Hur stor denna siffra är har vi inte lyckats identifiera men tivelaktigt större än de 280 000 dospåsanvändare i Sverige.

Långt borta men på sikt alltid intressant marknad

Under 2020 lanserades Amazon Pharmacy och deras onlinebaserade dospåslösning "Pill Pack". Det innebär att även USA på sikt kan komma att bli en viktig marknad. iZafe har även ett samarbete med ett amerikanskt bolag, Hippo Technologies, sedan december 2020. Det är ett utvecklingssamarbete som omfattar att ta fram en OEM-version, en amerikansk version av Dosell, som marknadsförs mot användare av Hippos produkter och plattform. Hippo är ett stort bolag som samarbetar med bland annat Google, Microsoft och Cisco.

Det var längesen avtalet ingicks och vi fick någon uppdatering, varför vi inte heller vet i vilket skede samarbetet är i. Omfattande certifieringsprocesser såsom 511k-godkännande eller PMA (Pre-Market Approval) är dock nödvändigt förens en lansering kan komma på tal. Samarbetet är intressant men vi vet för lite för att uttala oss om dess nutida relevans. Vår uppfattning är även att Norden och därefter enskilda länder i Europa står högst upp på iZafes prioriteringslista.

Åldrande befolkning och felmedicinering

På grund av såväl demografiska förändringar som ökade teknologiska inslag inom hälso- och sjukvården, är det mycket som talar för att dospåsmarknaden kommer vara växande under de kommande åren. Enlig Statistiska Centralbyrån (SCB), förväntas medellivslängden öka och antalet äldre bli allt fler. År 2050 förväntas antalet medborgare över 80 uppgå till 1,1 miljoner och utgöra nio procent av befolkningen. Siffran kan ställas i relation till dagens drygt 530 000 över åttio och 1970:talets 200 000. Ur ett marknadsperspektiv från iZafes synvinkel är det en positiv utveckling eftersom den genomsnittliga personen över 75 år tar sju till tolv läkemedel och att ha många olika läkemedel är den främsta anledning till att en individ blir dospatient.

³ Statistik om läkemedel, Socialstyrelsen, 2019

I takt med att befolkningen åldras ökar även mängden receptbelagda läkemedel, vilket i sin tur driver risken för fler felmedicineringar. Felhantering av läkemedel kan medföra allvarliga konsekvenser och varje år estimeras att omkring 20-25 000 akuta inläggningar på sjukhus går att förebygga genom en bättre förskrivning samt uppföljning⁴. Därtill har antalet dödsfall som en följd av läkemedel- och narkotikaförgiftningar ökat de senaste åren där i genomsnitt ~900 personer årligen avlidit till följd av sagda orsak. Vid nära hälften av dödsfallen benämns mer än en substans och i 30 procent av fallen tre eller fler⁵.

Utöver de ökade dödsfallen innebär det att felmedicineringen tar anspråk av onödiga samt viktiga resurser från dagens sjukvård, vilket i kombination med den befintliga personalbristen kräver effektiviseringsåtgärder. Genom att införa nya tekniker och digitala hjälpmedel kan vården effektiviseras och frigöra resurser vilket också höjer livskvaliteten för patienten. Lägg därtill att digitala hjälpmedel medför stora kostnadsbesparingar för samhället i form av reducerade hemtjänststimmar och sjukhusinläggningar, vilket sannolikt kommer driva utvecklingen för ökad användning och investeringar i digitala hjälpmedel inom vård och omsorg.

⁴ Läkemedelsorsakad sjuklighet hos äldre, Socialstyrelsen, 2014

⁵ Statistik om dödsfall till följd av läkemedels- och narkotikaförgiftningar, Socialstyrelsen, 2019. Läkemedelsorsakad sjuklighet hos äldre, Socialstyrelsen, 2014

Prognoser

Eftersom iZafe är ett bolag i mycket tidigt kommersiellt skede är detaljerade prognoser en svår uppgift för en extern prognosmakare. Bolaget har idag heller inga finansiella mål att utgå ifrån men en ambition har aviserats om att redovisa milstolpar för att bättre kunna följa verksamhetens utveckling – alltså mer mjuka men tillika viktiga mål. Information kring dospåsmarknaden är även begränsat samt huruvida väl läkemedelsrobotar är implementerat, såväl i Sverige som utanför våra riksgrenser. Bolagsspecifika storheter såsom marginaler, kapitalbindning, lönsamhet och investeringstakt blir likaså svårbedömt, vilket innebär att många antaganden som ligger till grund för vår kassaflödesberäkning bör tolkas med försiktighet.

Norden förväntas bli intäktsdrivare på kort sikt

Dosell lanserades först under 2019 och omsatte för året ~600 tusen kronor. Året därefter var försäljningen i princip oförändrad och under 2021 föll den. Den initiala lanseringen möttes av många vunna upphandlingar men små intäkter. Därtill uppdagades ett antal produktfel samt förbättringar som önskades, vilket mynnade ut i att en ny version lanserades under Q2 2021. Dosell behövde skeppas tillbaka från bolagets partners och deras kunder, vilket även medförde att hela partnernätverket behövde godkänna den nya versionen. Detta lade förstås press och senarelade den stundande lanseringen.

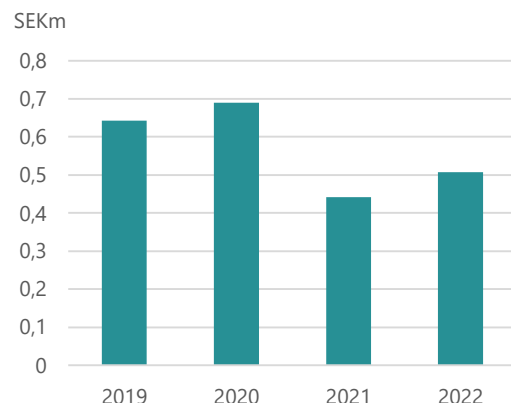
Under Q4 2021 aviserade iZafe att partnern Hepro AS var sist ut i nätverket att godkänna den nya versionen och Dosell 2.0 har funnits tillgänglig sen dess. Sett ur ett försäljningsperspektiv finns såvitt vi vet nu inga produktuppdateringar som kan sätta käppar i hjulen för försäljningspotentialen. Som tidigare nämnt är vår uppfattning att mer användardata från Dosell efterfrågats och därav begränsat iZafe i upphandlingsprocesser. Lanseringen av konsumentversionen har mynnat ut i fler användarupplevelser samt data, vilket tillsammans med en förbättrad produkt torde tala för att förutsättningarna ser bättre ut idag.

En avgörande del i försäljningsutvecklingen på den nordiska marknaden, som vi räknar med på kort sikt är intäktsdrivaren, blir hur väl Dosell 2.0 står sig emot huvudkonkurrenten Evondos läkemedelsrobotar i upphandlingsprocesser. Som vi tidigare nämnt har Evondos läkemedelsrobot fler funktioner, däribland tal, skärm samt videoupplösning. Dosell 2.0 å andra sidan är smidigare, billigare och kan på sikt ge ett attraktivare erbjudande när Pilloxas lösningar väl integreras. Däremot har Evondos redan befest en stark position i Norden och kommer fortsatt vara en riktigt tuff konkurrent framåt.

Slutligen, när vi lagt våra prognoser har vi försökt detaljera intäktsgenereringen för Dosell 2.0 i svenska kommuner, extrapolerat utlandsomsättningen och grovt uppskattat vad Dosell Konsument kan generera för intäkter i Sverige. Osäkerheten i bedömningen för Pilloxas intäktpotential är likaså stor och vi har därför antagit ett relativt jämnt kundinflöde över åren.

Historisk försäljning av Dosell

Intäkter härledda till Dosell 2019-2022

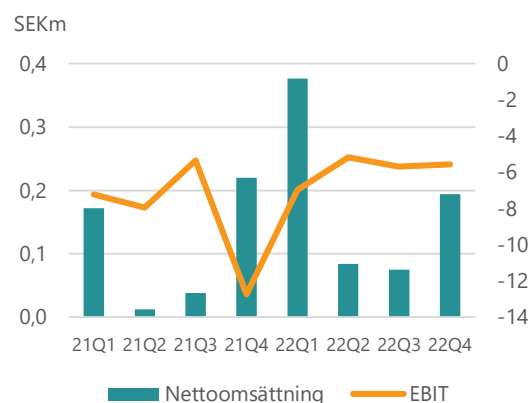


Källa: Bolagets årsredovisning 2019-2022

Not: Exkluderat intäkter från Pillox under 2022

Minskad kostnadsmassa 2022

Nettoomsättning (hö) & Rörelseresultat (vå), 21Q1-22Q4



Källa: Bolaget

Uppbyggnad av försäljningsprognoser

När vi skissat på försäljningen för Dosell 2.0 i Sverige har vi målat upp en bild hur marknaden för läkemedelsrobotar kan se ut fem år framåt i tiden (2027). Utgångspunkten är antalet dospåsanvändare i Sverige som uppgick till ~280 000 år 2022. I marknadsavsnittet skissade vi på en möjlig historisk tillväxt för dospåsanvändandet om 4-5 procent. Vi är något konservativare och antar att marknaden växer med tre procent årligen till 2027, vilket motsvarar ~325 000 dospåspatienter.

I nästa steg har vi beräknat en genomsnittskommun, vilket utgör försäljningsvärdet av en fiktiv kommun baserat på antaganden om hur många läkemedelsrobotar som erbjuds i denna kommun. Blickar vi till antalet kommuner som tillhandahåller läkemedelsrobotar uppskattar vi att siffran vid utgången av 2022 är 100. Siffran härleds till marknadsledaren Evondos AB som under 2021 hade avtal med ett 80-tal svenska kommuner. Vårt exempel och beräkning bygger på att en kommun endast kan ha ett avtal med en leverantör av läkemedelsrobotar, vilket förstås är en grov förenkling.

Fram tills 2027 antar vi att 25 nya kommuner årligen kommer erbjuda en läkemedelsrobot, vilket mynnar ut i 225 "aktiva" kommuner fem år framåt i tiden. Därefter har vi beräknat "genomsnittskommunen" genom att dela totala antalet dospåsanvändare 2027 med antalet antagna aktiva kommuner. Siffran uppgår då till ~1445. Återigen en förenkling eftersom vissa kommuner är betydligt större såsom Stockholm (~1 miljon invånare) eller Sotenäs (9 tusen invånare).

Därefter antar vi att fem procent av dospåsanvändarna i genomsnittskommunen erbjuds en läkemedelsrobot, vilket motsvarar 72 robotar per kommun. Med följande antaganden innebär det att år 2027 kommer omkring 15-16 tusen robotar finnas tillgängliga runtom i våra svenska kommuner. Vår bild är att det finns ungefär 2-3000 läkemedelsrobotar i Sverige idag, varför vårt scenario föreslår en snabb ökning kommande fem år men samtidigt en låg penetrationsgrad om vi jämför med totala antalet som får sin medicin på dospåse.

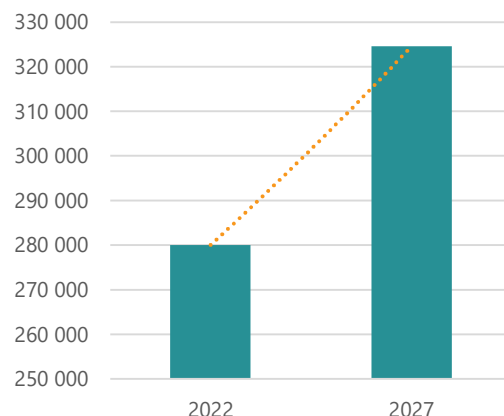
Av 225 aktiva kommuner år 2027 har vi antagit att iZafe tillgodoser 70 av dessa (dvs ~30%), vilket motsvarar ~5000 robotar. iZafe har tidigare uppgett att intäkten per månad från deras partners är omkring 400 kronor. Förenklingsvis antar vi även att samtliga enheter genererar full helårsförsäljning, vilket motsvarar 4800 kronor (400*12). Utöver det erhåller iZafe en engångsintäkt för hårdvaran, vilken vi uppskattar till kostnaden för tillverkningen av en Dosell, det vill säga ~2500 kronor. Med följande antaganden innebär det att vi räknar med årliga löpande intäkter om ~24 miljoner kronor samt engångsintäkter om ~3 miljoner kronor år 2027.

Utlandsaffären något större än Sverige år 2027

Utlandsaffären, där vi inkluderat Norge, Finland, Italien och Nederländerna antar vi omsätter något mer än den svenska marknaden år 2027 vid omkring 30 miljoner kronor. Merparten av intäkterna förväntas härledas från den norska samt italienska marknaden. Nederländerna är intressant givet landets framskridna användning av läkemedelsrobotar men de vore vanskligt, givet bristande informationstillgång, att räkna in något drömscenario här och nu. Avseende konsumentversionen i Sverige har vi antagit att den kan generera årliga intäkter om ~6 miljoner kronor år 2027.

Antagen årlig tillväxttakt om 3%

Dospåsanvändandet i Sverige, 2022-2027p



Källa: eHälsomyndigheten, Analysguidens prognoser

Huvudantaganden för Dosell

	2022	2027
Dospåsanvändare	280 000	324 597
Aktiva kommuner	Est.100	225
Dospåsanvändare/kommun		1 443
Läkemedelsrobotar/kommun (5% av ovan)		72
"Genomsnittskommunen"		
Totalmarknad, läkemedelsrobotar	Est. 2-3000	16 230
Marknadsandel Dosell 2.0		31%
Aktiva abonnemang för Dosell 2.0		5 049
Engångsintäkt hårdvara		2 500 kr
Löpande intäkt, licensavgift (per månad)		400 kr
Intäkter Dosell 2.0		27
Intäkter Dosell Konsument		6
Intäkter Dosell Utlandet		30
Totala intäkter från Dosell, SEKm		63

Källa: Analysguidens prognoser

Försiktig prognos för Pilloxa

För Pilloxa har vi tillgång till fem års försäljningshistorik (se tabellen intill till höger). Intäkterna består av nettoomsättning samt övriga rörelseintäkter, där den sistnämnda utgörs av bidrag såsom innovationsbidrag från Tillväxtverket samt olika EU-bidrag. Under 2021 summerade bidragen till ~3 miljoner kronor. Vi har exkluderat eventuella kommande bidrag från vår kalkyl.

Pilloxa prissätter deras plattform med två erbjudanden, ”Core” samt ”Advanced”. Om vi försiktighetsvis antar den lägsta intäkten för respektive erbjudande, vilket baseras på att kunden nyttjar plattformen i ett land samt inom ett sjukdomsområde uppgår respektive intäkt per månad till 2550 och 5050 euro. Omräknat med en valutakurs om 10 SEK/EUR och på årsbasis genererar en användare av Core respektive Advanced ~300 och ~600 tusen kronor.

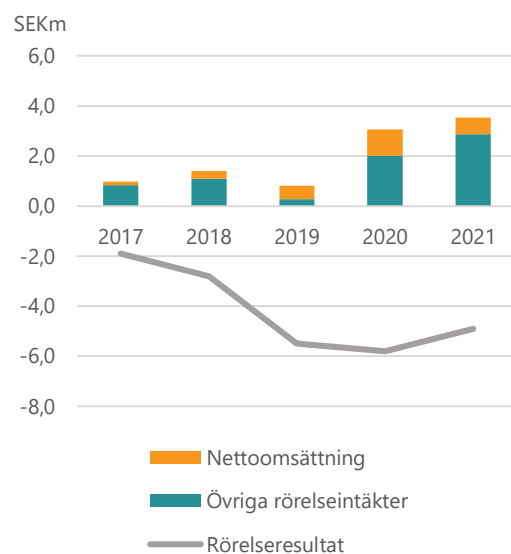
Vid 2027 har vi antagit att elva användare av Core samt Advanced har tecknat upp sig, vilket motsvarar intäkter om 10 miljoner kronor. Kunderna har även möjlighet att teckna upp sig på pillerboxen, Pilloxa One, med en månadskostnad om 40 euro per användare. Intäkter från pillerboxen har vi inte räknat in och får ses som ytterligare intäktspotential till våra försäljningsprognoser.

Vi räknar med en försäljning om 73 SEKm vid 2027

Summerar vi ihop försäljningen av Dosell 2.0 till kommuner, Dosell Konsument, utlandsaffären samt intäkterna från Pilloxa landar vi i en möjlig omsättning om 73 miljoner kronor år 2027. Försäljningsutvecklingen har sedan extrapolerats fram till 2033 där vi antagit att omsättningen stigit till ~125 miljoner kronor.

Ökade intäkter men även kostnader

Finansiell historik Pilloxa, 2017-2021



Källa: Analysguidens prognoser

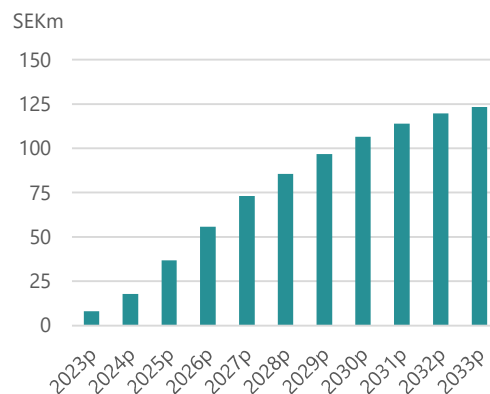
Huvudantaganden för Pilloxa

	2022	2027
Pris Core, SEKt/år	-	306
Pris Advanced, SEKt/år	-	606
Eur/Sek	-	10
Antal Core	-	11
Antal Advanced	-	11
Intäkter, SEKm	-	10

Källa: Analysguidens prognoser

Intäktsprognos

Nettoomsättning, 2023p-2033p



Källa: Analysguidens prognoser

Affärsmodellen möjliggör för höga bruttomarginaler

Vi har utgått ifrån att Dosell kostar 2500 kronor att tillverka. I takt med att volymerna ökar och åren går, förutsatt att kommunerna bibehåller deras enheter tror vi bruttomarginalen har potential att landa omkring 70-80 procent. Förutsatt att våra försäljningsprognoser infrias kan förväntningen bli verklighet eftersom när en Dosell är ute hos en kommun och kostnaden för hårdvaran är tagen tillkommer i princip inga kostnader för iZafe utan dessa hamnar i stället på partnern. Samtidigt som iZafe erhåller löpande intäkter. För utlandsaffären samt försäljning av konsumentversionen har vi antagit en konstant bruttomarginal om 70 procent.

Pilloxa har som långsiktig målsättning att bruttomarginalen skall uppgå till 85 procent, vilket ter sig rimligt givet skalbarheten i plattformen när fler kunder adderas eller om befintliga utökar sina tjänster. Försiktningsvis antar vi en något lägre marginal vid 80 procent. Summerar vi ihop alla intäktsbenen förväntas bruttomarginalen uppgå till 78 procent år 2027, vilken successivt faller till 72 procent vid slutåret 2033 till följd av konkurrens och efterföljande prispress.

Lägre utvecklingstakt framåt minskar kostnadsbasen

Kostnadsbasen i iZafe består främst av personalkostnader och externa kostnader. Personalkostnaderna uppgick under både 2021 och 2022 till 8 miljoner kronor. Antalet anställda summerade till 11 vid utgången av 2022 och vi antar att personalstyrkan behöver växa till 18 anställda år 2027. Övriga externa kostnader landade på 19,2 miljoner kronor under 2021 och minskade till 11 miljoner kronor under fjolåret. Övriga externa kostnader består till stor del av konsultkostnader för produktutveckling och vår uppfattning är att Dosell efter en intensiv utvecklingsfas nu står med en relativt färdigutvecklad produkt. Produktutveckling kommer förstås fortgå men enligt vår bedömning i en lägre takt än historiskt.

Räknar med något högre kostnader under 2023

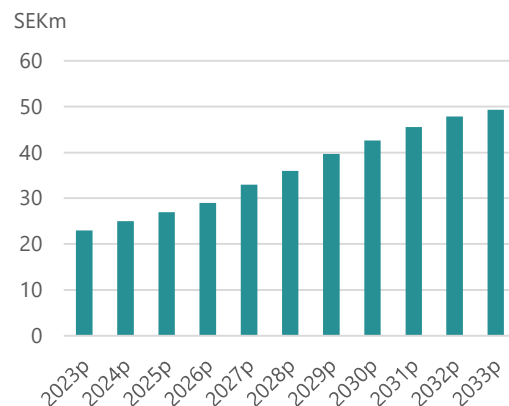
Pilloxa, är likt iZafe ett olönsamt bolag, som från 2017 till 2021 ökade rörelseförlusten från -1,9 till -4,9 miljoner kronor. Operativa kostnader summerade till ~7,5 miljoner kronor vid utgången av 2021. Även för Pilloxa var det ett år med höga utvecklingskostnader, vilket syns i de övriga externa kostnaderna om 3 miljoner kronor. Personalkostnaderna uppgick till 4,6 miljoner kronor fördelat på 6,5 medelantal anställda. Vi tror Pilloxas kostnader kan minska kraftigt dels på grund av att endast en anställd, vd Rönqvist, följer med till iZafe, dels att kontorskostnader från Pilloxa försvinner samt minskade kostnader för produktutveckling och administration. Vid utgången av 2022 redovisade iZafe operativa kostnader om 19,3 miljoner kronor, vilka vi antar ökar något till 23,0 miljoner kronor under 2023 (inkl. Pilloxa).

Långsiktig rörelsemarginal troligt vid 25-30 procent

Vid 2027 antar vi att personalkostnaderna uppgår till 25 procent av försäljningen och övriga externa kostnader till 20 procent. Efterföljande år fram tills 2033 antar vi att personalkostnaderna successivt minskar till 20 procent av försäljningen samt att övriga externa kostnader ligger kvar på 20 procent. Det mynnar ut i en förväntad rörelsemarginal om 28 procent 2027 som kvarstår vid slutåret. Första året med vinst på EBITDA-nivå bedömer vi kan uppnås under 2025.

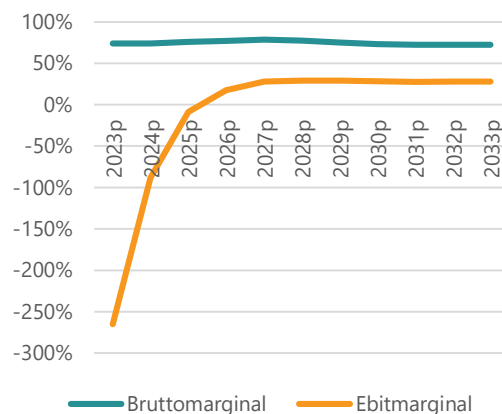
Kostnadsprognos

Operativa kostnader (exkl. KSV), 2023p-2033p



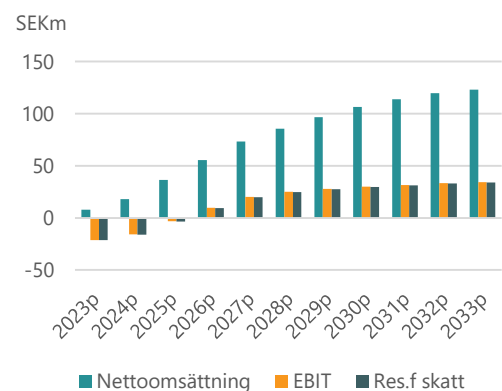
Källa: Analysguidens prognoser

Lönsamt på EBIT-nivå kring 2025



Källa: Analysguidens prognoser

Sammanfattning av prognoser



Källa: Analysguidens prognoser

Finansiell diskussion och Värdering

Vid utgången av Q4 2022 uppgick kassan till 1,7 miljoner kronor stärkt av en riktad nyemission om fem miljoner kronor (före kostnader) i slutet av november samt ytterligare ~tre miljoner kronor från nyttjandet av teckningsoptioner (TO10B).

Ser vi till iZafes (exkl. Pilloxa) fria kassaflöde (löpande verksamhet - investeringar) uppgick det i snitt till 6,0 miljoner kronor per kvartal under fjolåret. Det innebär att kassan är slut i princip nu. Med våra antaganden redovisar bolaget ett positivt fritt kassaflöde först under 2026 och finansiering blir därav avgörande under kommande åren.

När Pilloxa förvärvades emitterades 50 miljoner nya aktier i iZafe som betalning. Vid samma tidpunkt genomfördes en riktad nyemission motsvarande 20,8 miljoner units där en (1) unit gav en (1) aktie samt två (2) teckningsoptioner (TO13B). Utöver det emitterades även 76,9 miljoner vederlagsfria teckningsoptioner (TO13B) till bolagets befintliga aktieägare.

Villkor för TO13B

- Teckningsperiod: 23 februari till 8 mars
- Pris: 70 procent av volymvägd aktiekurs från 9-22 februari
 - Kvotvärde som lägst: 0,2 kr/aktie
 - Kvotvärde om högst: 0,3 kr/aktie

Sammantaget gavs det ut 118,6 miljoner TO13B, vilket som högst kan inbringa 35,6 miljoner kronor. I ett sådant scenario behöver kursen stå högre än 0,43 kronor. Scenariot är före kostnader och under förutsättningen att samtliga innehavare av teckningsoptioner väljer att teckna hela sin andel.

Om bolaget får in högsta möjliga kapital tror vi det är tillräckligt för att iZafe ska ta sig till positivt kassaflöde, vilket förutsätter en gynnsam försäljningsutveckling som tar fart redan under innevarande år. Kapitalmarknaden står dessutom under stor stress i rådande klimat, vilket försvårat påtagligt för bolag, speciellt olönsamma, att ta in kapital. I ett dystert och pessimistiskt scenario antar vi att bolaget får in omkring 20 miljoner kronor från TO13B men därefter inte lyckas ta in mer kapital för att nå positivt kassaflöde. Kvarstående värden i bolaget är då börsplatsen samt ackumulerade förluster. Det samlade värdet uppskattar vi konservativt till 15 miljoner kronor. Inräknat full utspädning från TO13B uppgår då bolagsvärdet till ~0,05 kr/aktie.

Olika möjliga teckningsutfall kring TO13B

Aktiekurs kr/aktie	Volymvägd 70% (Teckningskurs)	Teckningsgrad				
		30%	50%	70%	90%	100%
0,20-0,28	0,20	7,1	11,9	16,6	21,3	23,7
0,32	0,22	8,0	13,3	18,6	23,9	26,6
0,36	0,25	9,0	14,9	20,9	26,9	29,9
0,40	0,28	10,0	16,6	23,2	29,9	33,2
0,43 >= 0,30	0,30	10,7	17,8	24,9	32,0	35,6
0,46	0,30	10,7	17,8	24,9	32,0	35,6

Källa: Analysguiden

Not: Räknat på samtliga TO13B –118,6 miljoner. Förutsätter att TO13B är "in the money"

Grov skiss på bearscenario

	Bear
Estimerade balanserade förluster 2024	140
Icke-nuvärdesberäknat avdrag	29
Börsplats	5
Summa	34
Konservativt försäljningsvärde	15
Antal aktier full teckning TO13B	272
Värde per aktie	0,06

Källa: Analysguidens prognoser

DCF-värdering indikerar ett värde om 0,3 kronor

Vi har valt att värdera iZafe utifrån en diskonterad kassaflödesanalys. Vår prognosperiod sträcker sig från 2023 till 2033 och inkluderar ett terminalvärde vid slutåret. Terminalvärdet baseras på en evig tillväxttakt om 2 procent. Vid nuvärdesberäkningen av framtida intäkter har vi nyttjat ett avkastningskrav (WACC) om 15 procent. Över åren har bolaget ackumulerat stora balanserade förluster om ~120 000 kronor, vilket vi antagit minskat skatten när vinst uppstår.

Slutligen, vi har räknat in full utspädning från TO13B och antagit 100 procent teckningsgrad. För enkelhetens skull har vi antagit en teckningskurs kring rådande kursnivåer, vilket innebär att bolaget tillförs ~23 miljoner kronor. Om ett sådant utfall blir verklighet innebär det att mer kapital behövs tas in förrän bolaget når positivt kassaflöde.

Huvudantaganden för Bas- samt bullscenario

	Bas	Bull
WACC	15%	15%
Snitttillväxt 2023-2027	261%	314%
Snitttillväxt 2028-2033	13%	13%
Långsiktig ebit-marginal	28%	37%
Evig tillväxttakt	2%	2%
Enterprise value, SEKm	64	176
Nettokassa (-), Inkl. TO13B	-24	-24
Börsvärde, SEKm	88	200
Antal utestående aktier, milj (Inkl. TO13B)	272	272
Motiverat värde per aktie, SEK	0,3	0,7

Källa: Analysguidens prognoser

Olika scenarion ger stort värderingsintervall

Givet svårigheten att prognostisera framtiden har vi valt att inkludera ett optimistiskt samt ett pessimistiskt scenario. Som vi beskrivit tidigare är vårt pessimistiska scenario ett "worst-case" där vi antagit att ägare inte ställer upp med finansiering tills iZafe når kassaflödespositivitet. Kvarstående värde i bolaget, börsplats plus förlustavdrag, uppskattar vi till 0,05 kronor.

I vårt optimistiska scenario har vi gått i linje med vårt huvudscenario gällande försäljningen för Dosell 2.0 i svenska kommuner men ökat utlandsförsäljningen, skruvat upp bruttomarginalen för koncernen samt dubblat intäktpotentialen för Pilloxa. I ett sådant scenario förväntar vi oss en omsättning om ~205 miljoner kronor 2033, jämfört med ~125 miljoner kronor i vårt huvudscenario. Utöver det förväntar vi oss en långsiktig rörelsemarginal vid 37 procent jämfört med 28 procent samt att iZafe når kassaflödespositivitet ett år tidigare vid 2025.

Ledning och ägande

Ledning med erfarenhet av strategisk utveckling

Vd för iZafe är Anders Segerström. Segerström har suttit på rollen sedan 2019 och har tidigare erfarenheter från affärsutveckling, försäljning och bolagsledning. Innan Segerström axlade rollen som vd för iZafe var han vd för Sensec Personlig Säkerhet, vilket växte till att bli ett lönsamt bolag som förvärvades av iZafe, dåvarande MediRätt, under 2018 och såldes två år senare.

Med sig i bolagsledningen följer CFO Ida Almgren. Almgren tillträdde posten under 2020 och har mångårig erfarenhet av arbete med affärsanalys och ekonomisk planering på etablerade bolag. Därtill har Almgren erfarenheter från att arbeta med bolag i tidig försäljningsfas, likt iZafe, där fokus har varit strategiutveckling och tillväxt.

Nyaste tillskottet i ledningen är CMO Helena Rönnqvist, medgrundare och tidigare vd i Pilloxa. Rönnqvist är legitimerad läkare och ansvarade för det medicinska och vetenskapliga arbetet i Pilloxa. Hennes medicinska kompetens bidrar med tillförlitlighet till koncernledningen och iZafes produkterbjudande.

I bolagets styrelse finns goda erfarenheter från säkerhetsbranschen samt marknaden för trygghetslösningar. Därtill finns samlade erfarenheter inom strategiutveckling, juridik och bolagsledning. Sammantaget bedömer vi att det är en styrelse och ledning med goda erfarenheter och relevanta färdigheter för att driva iZafe.

Grundarna av Pilloxa toppar ägarlistan

Med tanke på bolagets knappa storlek är det institutionella ägandet tunt och ägarlistan består till mångt och mycket av privatpersoner som i många fall har tidigare anknytning till bolaget.

På toppen av ägarlistan finner vi Patrik Björn via bolaget Gästrike Nord Invest som kontrollerar ~10 procent av bolaget. Tätt därefter finner vi de tre grundarna till Pilloxa, Francesco Mazzotta, Per Nilsson och Helena Rönnqvist. Även investeraren Eva Redhe som tidigare investerat i Pilloxa återfinns på ägarlistan efter förvärvet. Utöver det noterar vi att tidigare styrelseordförande, tillika medgrundare Sten Röing, som lämnade bolaget under 2018 återfinns i toppen av ägarlistan.

Bortsett från grundarna av Pilloxa noterar vi att det saknas insynpersoner bland de 10 största ägarna. Under fjolåret var tidigare vd, Carl Johan Merner, största ägare i bolaget men som nu trillat ned till 8:e plats. Via databasen Holdings kan vi konstatera att insynsägandet bland styrelse och ledning uppgår till ~9,3 procent av kapitalet eller blygsamma ~2,7 procent om vi exkluderar ägandet från vd för Pilloxa. Ett större ägande från insynspersoner skulle vara en positiv signal och öka investerarens förtroende för iZafe som investering.

Top 10 aktieägare, kapital%

Gästrike Nord Invest AB	10,5%
Helena Rönnqvist	6,6%
Francesco Mazotta	6,6%
Hovgården Invest AB (Per Nilsson)	6,6%
K4 Gruppen Aktiebolag	5,4%
Nordnet Pensionsförsäkring	5,3%
Eva Redhe	3,3%
Carl Johan Merner med familj	3,1%
Avanza Pension	2,8%
Sten Röing	1,8%
Övriga aktieägare	48%
Totalt	100%

Källa: Bolaget
Not: Data per 2022-12-28

Patent

Oklar patentsituation men troligt inget större hot

Patentsituationen kring Dosell är svårbedömt i vår mening. Det äldsta godkända patentet ”vägghängd doseringsanordning” (0602131-5) har ingivningsdatum 2006 (giltigt till 2026). Däremot som framgår på bilden intill till höger ser denna innovation mycket annorlunda ut gentemot Dosell idag och är sannolikt inte skyddande för Dosell. Det är även via detta patent som bolaget erhållit godkännande i USA (US 941494, 20100025417), samt Frankrike, Tyskland och Storbritannien (2073780). Dessa patent hänvisar då tillbaka till originaldokumentet (WO2008044990A1).

I syfte att stärka sin patentsits skickade Dosell AB (iZafe) in ett nytt patent (SE 1700253-6) under 2017 ”doseringsanordning för farmaceutiska preparat”. Patentet beviljades av Svenska Patent- och registreringsverket (PRV) under 2020 efter att de tidigare avskrivit ärendet på grund av bristande innovationshöjd. I början av 2021 inkom ett invändningsärende från huvudkonkurrenten Evondos som yrkade på att villkoren för patentbarhet ej uppfyllts och således till upphävning av patentet. Den 15 november kallades parterna till muntlig förhandling. Patenthavaren (Dosell AB) via ombud från IP-bolaget Rouse AB yrkade i första hand på att invändningen mot patentet ska avslås och i andra hand på upprätthållandet av patentet med ändrad ordalydelse. Rouse AB deltog inte i den muntliga förhandlingen.

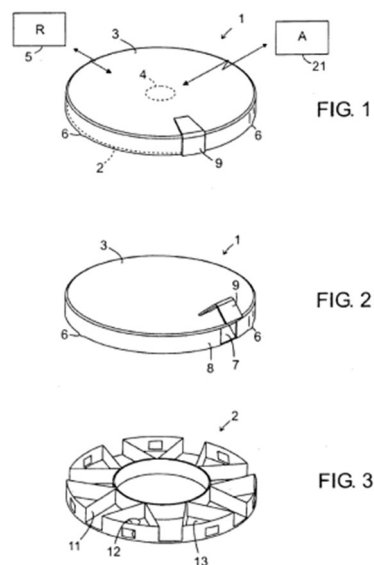
Ur mötesanteckningarna tar vi med oss att beslut i ärendet kan tas först om patenthavaren väljer att betala förfallen årsavgift, vilken inte inkommit hitintills. Vidare framgår att senast 30 april 2023 behöver avgiften vara betald annars faller patentet.

Denna, relativt enkla produkt, är dock svår att patentera hela lösningen på och bolaget berättar att de även ansökt en del angränsade patent. Utöver patentskydd har bolaget byggt en lösning med system och app kring produkten, vilket också är ett sätt att skydda sig. Förutsatt att en konkurrent skulle kopiera produkten tror vi det är sannolikt att kunden väljer en beprövad lösning från iZafe med referenser i stället för en billig kopia som möjligen inte har helhetslösningen. Därtill är produkten certifierad enligt MDR, vilket kräver ett omfattande regulatoriskt arbete för att få igenom alla de rörliga delarna. Upplärningskurvan kring hur Dosell fungerar verkar till synes även vara lång.

Slutligen aviserade iZafe via ett pressmeddelande den 26 januari i år att PRV meddelat sin avsikt att bevilja ytterligare en av bolagets patentansökningar. Vi har inte lyckats hitta patentansökan men i pressmeddelandet framgår att det avser ”bolagets teknologi för medicinska och digitala säkerhetslösningar för att skapa tryggare läkemedelshantering i hemmet”.

Ursprungspatent

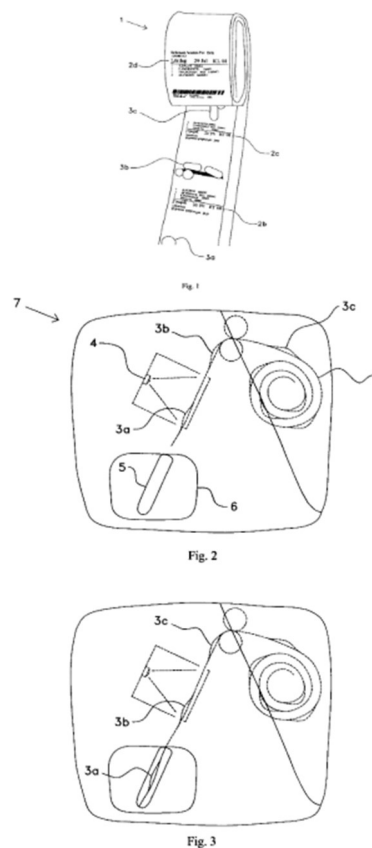
Illustration på innovationen från 2006



Källa: PRV

Nytt patent

Illustration på innovationen från 2017



Källa: PRV

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 fjärde kvartalet 2022 uppgick kassan till 1,7 miljoner kronor. Sett till de fyra senaste kvartalen uppgick de fria kassaflödet (löpande – investeringar) i snitt till 6,0 miljoner kronor. Q4:an visade en liknande kassaförbrukning och kassan bör således vara tömd nu. Bolaget har utestående teckningsoptioner, TO13B, som i bästa fall vid full teckningsgrad kan generera 35,6 miljoner kronor till kassan före kostnader. Om teckningsoptionerna inte går till lösen behöver bolaget ta fram en ny finansieringslösning, snabbt. En lägre teckningsgrad samt lösenkurs kan även innebära att likviderna inte tar bolaget till positivt kassaflöde. Ett sådant utfall kräver då ytterligare kapitalinjectioner och efterföljande åtaganden för investerare.

Mycket tuff konkurrent på den nordiska marknaden

Marknadsledaren i Norden, Evondos Oy, har läkemedelsrobotar implementerade i mer än 300 kommuner i Norden. Bolaget sysselsätter runt 150 personer, har ett stort riskkapitalbolag i ryggen samt ett inarbetat namn och varumärke på marknaden. Huruvida Dosell 2.0 står sig gentemot Evondos läkemedelsrobotar blir avgörande i upphandlingsprocesser och således försäljningsutvecklingen i Norden.

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 redan under innevarande år växer försäljningen till 8,0 (0,7) miljoner kronor med i princip bibehållen kostnadskostym. Det kan te sig relativt optimistiskt men bygger på ett antagande om att iZafe samt Pilloxa nått ett stadie där produktutvecklingstakten kommer minska. Fem år framåt i tiden har vi även antagit att utlandsförsäljningen för Dosell 2.0 är större än i Sverige. Informationen kring marknader utanför Sverige är sparsnålt och således förknippade med stor osäkerhet. Sammantaget finns det många antaganden i vår prognos som gör värderingen skakig 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 Erik Pilbackes äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Erik Pilbackes