



# DOXA

HAR ERHÅLLIT FÖRSTA ORDERS VIA TECKNAT  
PRIVATE LABEL-AVTAL

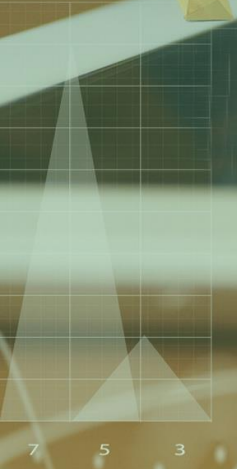
2018-11-21

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
PATRIK OLOFSSON



ept. Oct. July. June. Aug. 5



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

*Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.*

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

Doxa Aktiebolag ("Doxa" eller "Bolaget") utvecklar, tillverkar och säljer biokeramiska dentalprodukter. Den första produkten Ceramir® Crown & Bridge ("Ceramir C&B") lanserades i Sverige under 2009, och har i såväl klinik- som marknadsstudier visat imponerande resultat. Ceramir C&B lanserades i USA under våren 2011 och Doxa expanderar nu även i Europa. Ceramir har mottagit flertalet utmärkelser och under de kommande åren avser Doxa lansera fler produkter baserade på Ceramir, med ambitionen att lansera ytterligare produkter under 2019.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q3-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-14
Värdering	15
Bull & Bear	16
Ledning & styrelse	17-18
Appendix	19
Disclaimer	20



### Värde drivare

Ökad omsättning och resultatförbättring som härrör från befintliga och potentiellt nya distributionsavtal, där QuikCap förväntas bidra positivt tillsammans QuikMix. Värde drivare finns även avseende bundling av Ceramir C&B och lanseringen av nya produkter under 2019. Vidare så kan Private Label-avtalet gällande Ceramir C&B öka tillväxten ytterligare.



### Historisk Lönsamhet

Idag dras Doxa med förluster och är ännu inte ett lönsamt bolag, vilket sänker detta betyg. Dock har resultatet, om än negativt, förbättrats under de senaste åren. Nyemissioner och krediter har varit nödvändigt för fortsatt verksamhet, där senaste nyemission skedde under senhösten 2017. Via tecknat Private Label-avtal har Doxa erhållit en engångsbetalning om ca 17,7 MSEK.



### Riskprofil

Då Doxa inte har ett organiskt positivt kassaflöde består risken till stor del av finansiell risk, där den operativa verksamheten inte kan finansiera kapitalförbrukningen. På kort sikt åter det upp likviditeten i Bolaget, vilken är oerhört viktig i dagens situation. Senaste nyemissionen under november 2017 och engångsbetalningen från Private Label-avtalet har fyllt på kassan, vilket minskar den finansiella risken på kort sikt.



### Ledning & Styrelse

Kompetensen i Doxa anses vara god och relevant, med spetskompetens som passar väl in för branschen. Att Bolaget lyckats växa årligen (CAGR) med ca 50 % sedan 2010, tillsammans med resultatförbättringar (om än fortfarande negativt resultat), ses som ett gott tecken. Den 15 oktober 2018 tillträdde Henrik Nedoh från Nobel Biocare som ny VD. Henrik har lång internationell erfarenhet och har arbetat i över tio år inom dentalbranschen.



5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

# DOXA AB (DOXA)

## HAR ERHÅLLIT FÖRSTA ORDERS VIA TECKNAT PRIVATE LABEL-AVTAL



Doxa har tecknat ett Private Label-avtal med Dentsply Sirona vilket kommer generera licensintäkter, kassan är påfylld och under 2019 ska Doxa lansera nya produkter. År 2018 och 2019 prognostiseras Doxa omsätta ca 16,4 MSEK (exklusive erhållen engångsbetalning för Private Label-avtal) respektive 21 MSEK i ett Base scenario. Men en applicerad målmultipel om EV/S 7,5 härledd från en relativvärdering, erhålls ett potentiellt värde om 3 kr per aktie på 2019 års prognos.

### Marknaden för kronor och broar förväntas fortsätta växa

Marknaden för dentalcement drivs av användandet av kronor och bryggor, vilka cementeras fast på befintlig tand. Globalt är Europa den största marknaden för kronor och bryggor, 43 % av marknaden, och kan förklaras av en väl utbyggd tandvård som prioriteras högt. Nordamerika är näst störst med en andel om 28 %.

### Prisbelönad produkt och befintligt distributörsnätverk

Ceramir C&B har erhållit flertalet priser, dels Top Innovative Cement av tidskriften *The Dental Advisor* fyra år i rad, samt Best in Class Technology fyra år i rad av *Cellerant Consulting Group*. Dessa utmärkelser är viktiga för Bolaget då det skapar varumärkeskänedom. Att vinna priserna flera år i rad ger även Ceramir C&B en tydlig kvalitetsstämpel som är viktig för att nå ut till samtliga inom dentalbranschen. Doxa har idag ett befintligt globalt försäljningsnätverk bestående av omkring 20 distributörer.

### Privat Label-avtal tecknat med global aktör

Dentsply Sirona har köpt en global och exklusiv rätt till en Private Label-version av Ceramir C&B, där Dentsply Sirona kommer marknadsföra produkten under sitt egna varumärke och Doxa kommer fortsätta att marknadsföra och sälja Ceramir C&B. Avtalet är en minst sagt stark värde drivare och stärker Doxas tillväxtpotentialer.

### Bundling med kronor kan ge hävstångseffekt

För Doxa innebär bundling dels ett nytt distributionsätt av Bolagets produkter, dels en hävstång då många av dessa distributörer tillverkar kronor i stora volymer. Doxa har idag ett avtal om bundling med Drake Dental Labs USA och Doxa arbetar för att ytterligare etablera denna affärsmodell.

### Trögrörlig och konservativ marknad

Utmaningar finns i att på ett effektivt sätt penetrera marknaden, vilket dels kan förklaras av Doxas storlek relativt andra aktörer, dels strukturella förutsättningar i form av trögrörliga regulatoriska myndigheter och konservativa kunder.

**AKTIEKURS** 1,885 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
<b>BEAR</b> 1,3 kr	<b>BASE</b> 3,0 kr	<b>BULL</b> 3,4kr

Potentiell värdering baserad på 2019 års prognos, ej riktkurs.

DOXA AB				
Stängningskurs (2018-11-19)	1,885 kr			
Antal Aktier (st.)	55 900 400			
Market Cap (MSEK)	105,4			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-14,1			
Enterprise Value (MSEK)	91,3			
V.52 prisintervall (SEK)	1,01 – 3,09			
Lista	Nasdaq First North			
KURSVÄRDE				
1 månad	-16,2 %			
3 månader	-30,0 %			
1 år	+70,4 %			
YTD	+62,8 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: DOXA PER 2018-09-28)				
Adma Förvaltnings AB (Greg Dingizian)	25,27 %			
Maxus AB (Magnus Wahlbäck)	7,60 %			
Försäkrings AB Skandia	5,62 %			
Sune Gellberg	4,36 %			
Hartmut Wiese	2,47 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
VD	Henrik Nedoh			
Styrelseordförande	Ingrid Atteryd Heiman			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport 4 2018 (Bokslutskommuniké)	2019-02-20			
PROGNOS, TSEK (BASE)				
	2017	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	16 500	16 414	21 227	35 363
Övriga intäkter	0	17 700	0	0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>14 100</b>	<b>30 027</b>	<b>16 028</b>	<b>26 141</b>
<i>Bruttomarginal</i>	85,5%	75,1%	75,5%	73,9%
<b>EBITDA</b>	<b>-8 600</b>	<b>10 161</b>	<b>-5 639</b>	<b>2 174</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	-52,1%	61,9%	-26,6%	6,1%
P/S	6,4	6,4	5,0	3,0
EV/S	5,5	5,6	4,3	2,6
EV/EBITDA	-10,6	9,0	-16,2	42,0

# KOMMENTAR Q3-18

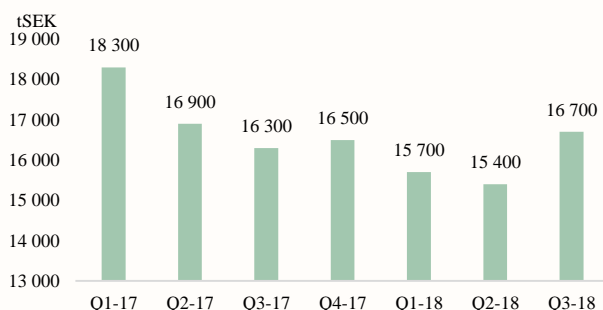
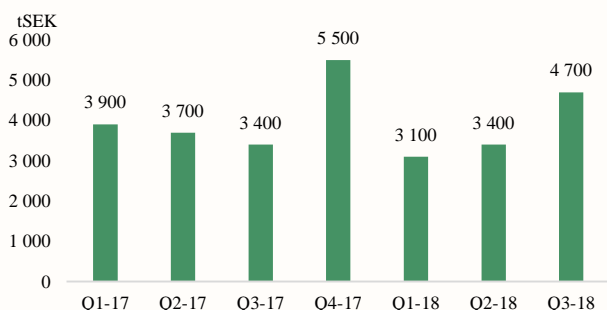
## Omsättning ökar under tredje kvartalet

**38 %  
TILLVÄXT  
UNDER  
Q3-18**

Under Q3-18 uppgick omsättningen till 4,7 MSEK, vilket innebär en ökning med 38 % mot jämförbar period föregående år (3,4) samt mot Q2-18 (3,4). Doxa uppvisar därmed en högre tillväxt än vad vi estimerat, vilket vi ser positivt på. En förklaring till den ökade försäljningen kan tänkas vara att Doxa under kvartalet haft mer tid att fokusera på försäljningen mot distributörer, något som blev lidande under Q2-18 då fokus låg på verkställandet av Private Label-avtalet med Dentsply Sirona. Tolv månader rullande omsättning uppgår till 16,7 MSEK.

**Under Q3-18 ökade omsättningen med nära 40 % mot jämförbart kvartal 2017. Det innebär samtidigt att Doxa ökar omsättningen för tredje kvartalet i rad, där tolv månader rullande omsättning uppgår till 16,7 MSEK.**

Omsättning kvartalsbasis och 12 månader rullande



Källa: Doxa

Under kvartalet sjönk bruttomarginalen till 73 %, att jämföra med 79 % under jämförbart kvartal 2017. I rapporten framgår det att marginalen har påverkats av försäljningen enligt Private Label-avtalet. Rörelseresultatet uppgick till -1,4 MSEK (-2,1) och vid utgången av september uppgick Bolagets kassa till 19,6 MSEK. Analyst Group hade estimerat en kassa om 21 MSEK baserat på en prognostiserad *burn rate* om ca 0,8 MSEK/månad under Q3-18. Faktisk kapitalförbrukning var således högre och uppgick till 1,2 MSEK/månad.

## Orders erhållna via tecknat Private Label-avtal

I Henrik Nedohs VD-ord framgår det att Doxa har erhållit två orders av kapslar till Dentsply Sironas biokeramiska cement som bygger på Doxas produkt Ceramir Crown & Bridge. Dessa order produceras och levereras under andra halvåret av 2018. Det är glädjande att se att Doxa nu börjar leverera till Dentsply enligt tecknat Private Label-avtal. Detta är något som stärker caset och kan resultera i god utväxling i försäljningen framgent.

## Prognos och värdering

I samband med rapporten har vi gjort mindre justeringar i våra prognoser. Tidigare har Doxa kommunicerat att de avsåg att lansera en ny produkt, en Liner, mot slutet av 2018. I samband med Q3-rapporten stod det klart att så ej blir fallet, varför vi antar en senare lansering. Således är prognostiserad omsättning 2018 något lägre.

Analyst Groups prognos (tSEK)	2018E, före Q3-18	2018E, efter Q3-18
Nettoomsättning	16 544	16 414
Övriga intäkter	17 700	17 700
<b>Totala intäkter</b>	<b>34 244</b>	<b>34 114</b>
Bruttoresultat	30 276	30 027
Bruttomarginal	76,0%	75,1%
EBITDA	7 776	10 161
EBITDA-marginal	22,7%	61,9%
Nettoresultat	6 576	8 961
Nettomarginal	39,8%	54,6%

## Sammanfattningsvis

Rapporten kom in i nära linje med våra förväntningar. Nettoomsättningen var lite högre än vi räknat med, samtidigt som vi räknat med en något större kassa vid utgången av september. Det vi anser är klart mest intressant är att Doxa nu börjat leverera på tidigare tecknat Private Label-avtal.

**MINDRE  
JUSTERING AV  
PROGNOSE**

# INVESTERINGSIDÉ

Doxa har tecknat ett Private Label-avtal med Dentsply Sirona vilket kommer generera licensintäkter, kassan är påfylld och under 2019 ska Doxa lansera nya produkter. År 2018 och 2019 prognostiseras Doxa omsätta ca 16,4 MSEK (exklusive erhållen engångsbetalning för Private Label-avtal) respektive 21 MSEK i ett Base scenario. Men en applicerad målmultipel om EV/S 7,5 härledd från en relativvärdering, erhålls ett potentiellt värde om 3 kr per aktie på 2019 års prognos.

## Marknaden för kronor och broar förväntas fortsätta växa

**43 %**  
AV  
MARKNADEN  
FÖR KRONOR  
OCH BROAR I  
EUROPA

Globalt är Europa den största marknaden för kronor och bryggor, 43 % av marknaden, vilket förklaras av en väl utbyggd tandvård som prioriteras högt. Nordamerika är näst störst med en marknadsandel om 28 %. Marknaden för dentalcement drivs av användandet av kronor och bryggor, vilka cementeras fast på befintliga tänder. Det mest framträdande materialet är keramiska kronor, att jämföra med t.ex. metall och metallbundet porslin. 2014 stod keramiska kronor för störst marknadsandel om 51 % och marknaden bedöms växa med 7,4 % årligen (CAGR) till 2020 för att nå en marknadsstorlek om 2,8 mdUSD.<sup>1</sup>

## En konkurrenskraftig produkt och flera olika intäktmodeller

Doxas produkt integrerar på nanonivå med tanden och alla typer av dentala material vilket gör att förseglingen sker på samma sätt som naturlig remineralisering. Det ger en fullständig tät anslutning mellan material och tand samt att produkten uppvisar minimalt mikroläckage och att produkten står emot syraangrepp. Ceramir C&B har erhållit flertalet priser, dels Top Innovative Cement av tidskriften *The Dental Advisor* fyra år i rad, samt Best in Class Technology fyra år i rad av *Cellerant Consulting Group*. Dessa utmärkelser är viktiga för Bolaget då det skapar varumärkeskännedom. Att vinna priserna flera år i rad ger även Ceramir Crown & Bridge en tydlig kvalitetsstämpel som är viktig för att nå ut till samtliga inom dentalcementbranschen. Doxa har idag ett befintligt globalt försäljningsnätverk bestående av omkring 20 distributörer.

Att Ceramir C&B sampackas och levereras med färdiga kronor som säljs till kunder och tandläkare ses som en stark värde drivare. För Doxa innebär det dels ett nytt distributionssätt av Bolagets produkter, dels en hävstång då många av dessa distributörer tillverkar kronor i stora volymer. Doxa har idag ett avtal om bundling med Drake Dental Labs USA och Doxa arbetar för att ytterligare etablera denna affärsmodell i USA och andra länder.

Nya produkter under 2019 förväntas resultera i ytterligare försäljning.

## Dentsply Sirona och Doxa har ingått Private Label-avtal

Under april 2018 tecknade Doxa avtal om Private Label med Dentsply Sirona. Förhandlingar har pågått under en längre tid och avtalet kan komma att bidra mycket positivt till Doxas tillväxtpotentialer. Doxa har erhållit 17,7 MSEK i en up front-betalning, vilket är positivt, men det stora värdet ligger i framtiden. Doxa kommer att leverera kapslar och tillbehör till Dentsply Sirona, och således erhålla återkommande intäkter vilket stärker verksamhetens operativa kassaflöde och bidrar till att Bolaget närmar sig positivt rörelseresultat.

## Tillväxt kommande åren kan motivera uppvärdering

I ett Base scenario prognostiseras Doxa omsätta ca 16,4 MSEK 2018 och 21 MSEK 2019. Baserat på en relativvärdering, tillämpas EV/S 7,5 som målmultipel på 2019 års försäljning, vilket ger ett teoretiskt fundamentalt värde per aktie om 3 kr. Värderingen baseras på att antagna händelser inträffar och värderingen utvärderas löpande.

## Trögrörlig och konservativ marknad

Det biokeramiska dentalcementet Ceramir Crown & Bridge som Doxa utvecklar och säljer är i jämförelse med andra dentalcement väldigt attraktiv, då produkten har många egenskaper som andra material saknar. Trots detta finns det utmaningar i att på ett effektivt sätt penetrera marknaden, vilket dels kan förklaras av Doxas storlek relativt andra aktörer, dels strukturella förutsättningar i form av trögrörliga regulatoriska myndigheter och konservativa kunder. Med nyemissionen under november 2017, samt up-front-betalning i samband med Private Label, minskar den finansiella risken på kort sikt, men Doxa måste fortfarande uppnå organisk lönsamhet.

<sup>1</sup>Dental Crowns and Bridges Market Report, 2014-2020

**16,4 MSEK**  
FÖRVÄNTAS  
OMSÄTTAS  
ÅR 2018

# BOLAGSBESKRIVNING

Doxa är ett Uppsalabaserat bolag grundat 1987 som utvecklar, tillverkar och kommersialiserar biokeramiska dentalprodukter. Bolaget lanserade sin första produkt i Sverige under 2009 och 2011 i USA och Tyskland. Försäljningen utgår idag från Ceramir Crown & Bridge, som i sin tur finns i olika produktversioner.

Ceramir Crown & Bridge är ett biokeramiskt dentalcement för permanent cementering av dentala kronor och broar. Jämfört med konventionella material behövs ingen torrläggning, då produkten är hydrofil (gillar vatten). Produkten kräver heller ingen förbehandling vilket gör materialet mer lättanvänt än de konkurrerande produkterna. Produkten har även flertalet egenskaper som gör den fördelaktig vid permanent cementering av konventionell protetik. Bl.a. är byggstenarna i Ceramir Crown & Bridge kemiskt bundna keramer, vilka är mycket lika huvudbeståndsdelarna i dentin och emalj samt att produktens mekaniska och termiska egenskaper påminner om tandens. Produkten är fri från resin och har även högre biokompatibilitet (egenskaper som gör att materialet fungerar med biologisk vävnad) än samtliga cement på marknaden, vilket minskar risken för komplikationer.

## Produktportfölj

- **QuikCap:** är självaktiverande och aktiveras genom ett enkelt handgrepp utan verktyg.
- **QuikMix:** riktar sig mot volymanvändare och till de användare som föredrar att själva blanda sitt dentalcement. Med QuikMix når Doxa ytterligare delar av marknaden.

Doxa har en uttalad målsättning att lansera ytterligare två produkter. En ljushärdad liner (används vid lagning av hål för att isolera och skydda pulpa och tandvävnad) förväntas av Analyst Group att lanseras under tidig höst 2019, och en tandfyllnadsprodukt som förväntas lanseras mot slutet av 2019.

## Finansiella mål

I samband med bokslutskommunikén 2016 framgick det att styrelsen har antagit en strategisk plan som bl.a. innebär att Doxas försäljning ska mer än väsentligt fördubblas på tre års sikt, dvs. till 2019.

## Affärs- och intäktmodell

- **Distributörförsäljning:** Doxa har idag omkring 20 distributörer runtom i världen. Avtal finns i USA med bl.a. Henry Schein Dental, Patterson Dental, Benco Dental Safco Dental m.fl.. I Europa har Doxa ett flertal olika distributörer (se sida 9).
- **Bundling:** Doxa kan sälja sina produkter i partnerskap med andra leverantörer av dentalprodukter. När det gäller Ceramir C&B finns möjlighet till samförsäljning (bundling) med leverantörer av tandkronor.
- **Private label:** Under april 2018 tecknade Doxa avtal med Dentsply Sirona som erhåller en global och exklusiv rätt till en private label-version av Doxas bioaktiva dentalcement Ceramir C&B, där Dentsply Sirona kommer marknadsföra produkten under sitt egna varumärke. För Doxa innebär det återkommande licensintäkter.

## Kostnadsdrivare

Kostnadsdrivare är befintlig bas i form av personal och marknadsföringskostnader, samt att per såld enhet tillkommer en bruttokostnad. Bolagets kostnader förväntas inte skalas upp avsevärt och även om antalet anställda förväntas öka, antas det ske i en relativt låg takt. Kostnader för marknadsföringsinsatser kan komma att öka något över tid.

## Strategisk utsikt

För produkter som kräver hög patientsäkerhet (t.ex. en pacemaker, ett tandfyllnadsmaterial eller dentalcement) måste vissa krav på kvalitet och funktion uppfyllas. Ceramir räknas till gruppen medicintekniska produkter och sådana måste certifieras av en s.k. *Notified Body* (regulatorisk myndighet på respektive marknad som kontrollerar att produkten uppfyller medicintekniska krav). Därefter tillkommer även lokal registrering i vissa länder. Till följd av att utvecklingen går framåt finns en trend i marknaden att de regulatoriska kraven ökar och blir strängare, vilket resulterar i långa väntetider hos beslutande/behöriga myndigheter och andra kontrollorgan som får allt mer att kontrollera.

PRODUKT-  
PORTFÖLJEN  
SKA  
BREDDAS  
KOMMANDE  
ÅREN

# MARKNADSANALYS

## Kosmetisk tandvård och dental turism

En av de viktigaste drivkrafterna i marknaden för kronor och broar är en ökad efterfrågan av kosmetisk tandvård. Tillväxten drivs också av s.k. ”dental turism”, d.v.s. att ett allt högre antal patienter söker tandvård utanför landgränsen. Detta ökar konkurrensen mellan aktörer och priserna pressas. Exempelvis i USA saknar 130 miljoner människor tandvårdsförsäkring och en patient kan betala uppåt 2 000 USD för en tandkrona. I Storbritannien täcker National Health Service endast vissa delar av tandläarkostnaderna och priset på en tandkrona kan uppgå till 1 000 USD. De höga kostnaderna i patientens land gör att allt fler patienter söker andra alternativ utanför landgränserna.

## Ny teknologi bidrar till ökad tillväxt

Utvecklingen av CAD/CAM, vilket är datoriserad tillverkning och design av tandkronor, underlättar för tandläkare som ska designa kronan samt att kronans funktionella och estetiska egenskaper förbättras. Den nya teknologin möjliggör att en tand kan repareras på en dag, vilket i viss mån minskar kostnaden för patienten samt bidrar till bättre service.

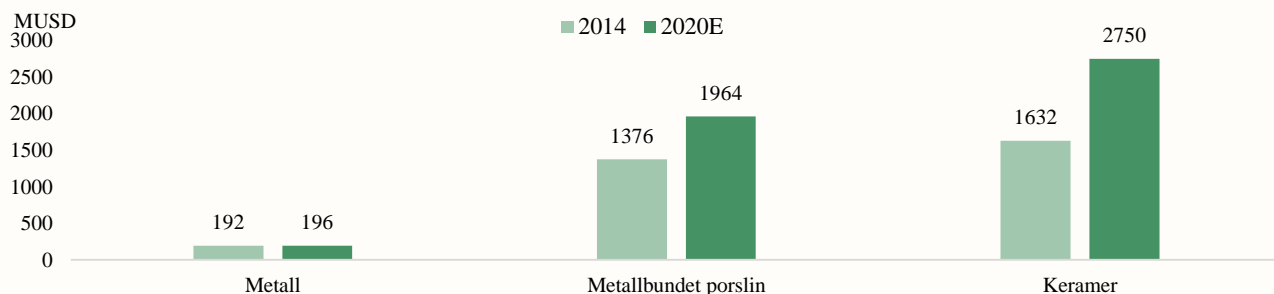
## Marknaden för dentalcement

Drivkrafterna till marknaden för dentalcement är användandet av kronor och bryggor, vilka cementeras fast på befintlig tand. Kronor kan t.ex. användas för att täcka den skadade tanden, och/eller förbättra tandens form. En brygga rekommenderas om patienten helt har tappat en eller flera tänder.

Den globala marknaden för kronor och broar kan delas in i olika segment. Under de senaste åren har det skett en kraftig ökning av keramiska kronor relativt mer traditionella kronor som är tillverkade av metall eller metallbundet porslin.

**Keramiskt material har och förväntas fortsätta stå för störst andel av marknaden.**

Global marknad för kronor och broar (MUSD)

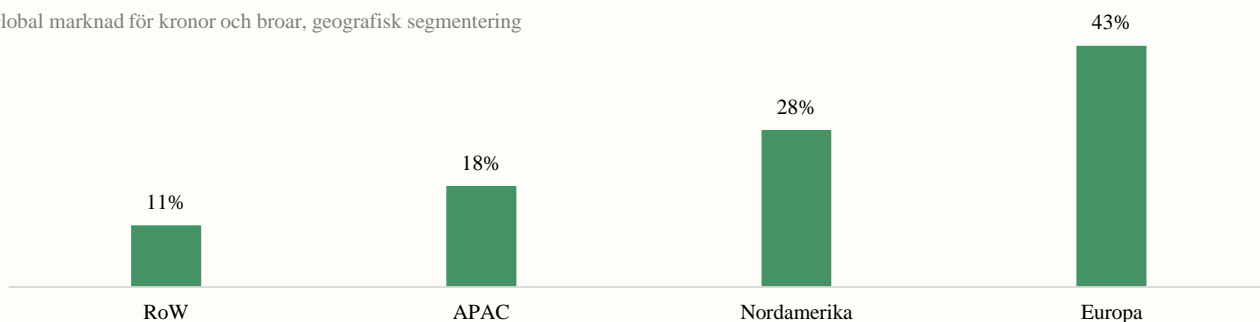


Källa: Dental Crowns and Bridges Market Report 2014-2020

**För kronor och bryggor är Europa den största marknaden, följt av Nordamerika.**

**Europa, till följd av en väl utbyggd tandvård som prioriteras högt, är den största marknaden för kronor och broar.**

Global marknad för kronor och broar, geografisk segmentering



Källa: Dental Crowns and Bridges Market Report 2014-2020



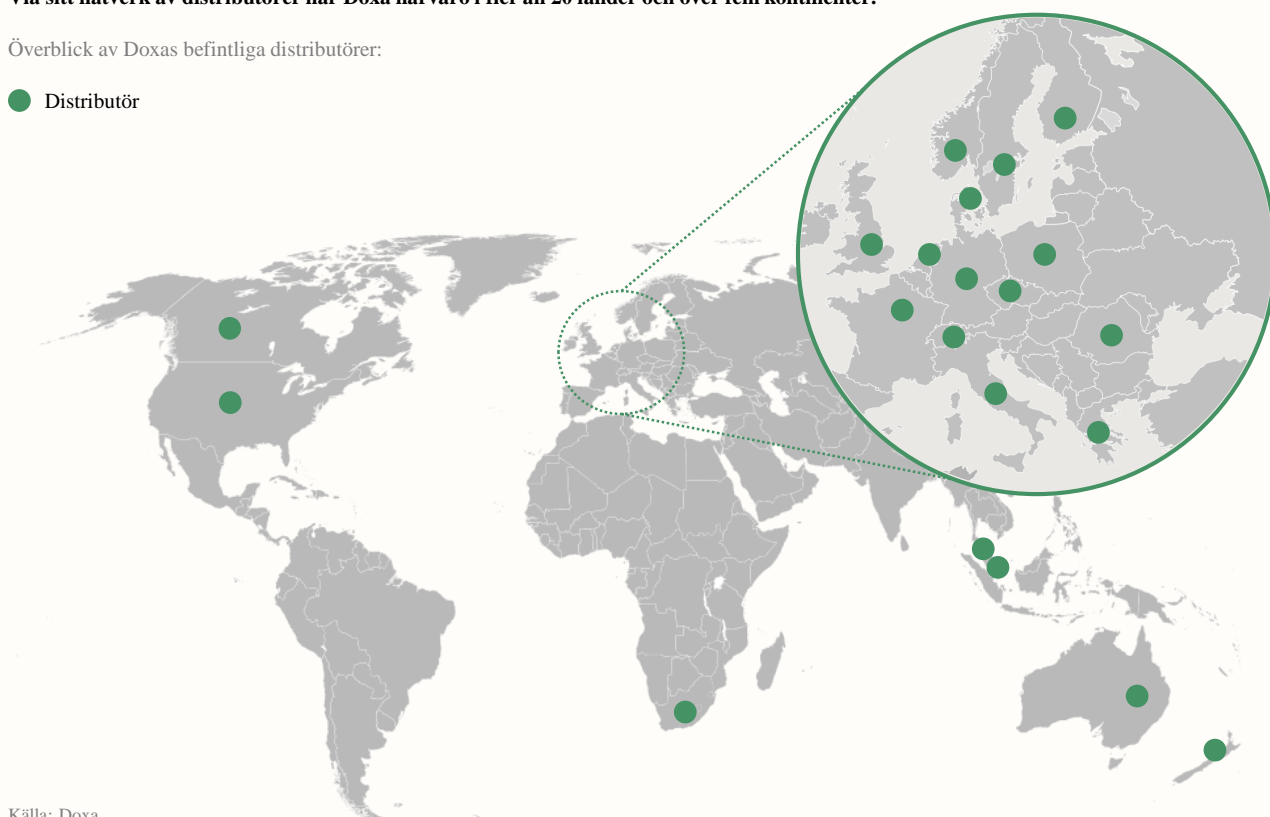
# FINANSIELL PROGNOSS

Doxas nuvarande produkt Ceramir C&B säljs via ett nätverk av omkring 20 distributörer utspridda runtom i världen. Doxas huvudmarknad är USA som idag står för absoluta merparten av försäljningen (> 90%). Europamarknaden har utvecklats i något långsammare takt än väntat, men har på senare tid visat indikationer på att öka. Doxa fokuserar på att få igång befintliga distributörer och samtidigt få in fler distributörer på de viktiga marknaderna som Tyskland, Frankrike, Italien, Spanien och Storbritannien.

Via sitt nätverk av distributörer har Doxa närvaro i fler än 20 länder och över fem kontinenter.

Överblick av Doxas befintliga distributörer:

● Distributör



Källa: Doxa

Senaste åren har Doxa byggt upp ett brett distributörsnätverk och framgent förväntas Doxa fortsätta knyta fler distributörer. Den amerikanska marknaden är mer homogen och således enklare att bearbeta som helhet, medan den europeiska är mer heterogen och länder måste bearbetas separat. Till följd av rådande kapacitet i Bolaget antas Doxa prioritera de fem största marknaderna i Europa, d.v.s. Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Spanien och Italien. Doxa har två distributörer i Asien (Singapore och Malaysia) och har meddelat att de för dialog med distributörer i Japan. Under 2018 tecknades även avtal med distributör i Australien/Nya Zeeland. Dock, till följd av resursskäl, prioriteras i dagsläget USA och Europa framför Asien.

Framöver förväntas Doxa generera försäljning från följande tre försäljningskanaler:

- Via befintliga och potentiellt nya distributörer.
- Bundling av Ceramir C&B tillsammans med kronor, i samarbete med t.ex. dentallaboratorier.
- Försäljning av Ceramir C&B via private label, vilket resulterar i licensintäkter.

Dessutom förväntas Doxa lansera nya produkter under 2019. Under tidig höst 2019 prognostiserar Analyst Group att Doxa lanserar en liner, vilken kan användas för att isolera och skydda pulpan och tandvävnad vid lagning av hål. Mot slutet av 2019 finns möjlighet att Doxa lanserar ett tandfyllnadsmaterial med samma fördelar, stabilitet och biokompatibilitet som Ceramir-teknologin.

# FINANSIELL PROGNOS

## Försäljningsprognos avseende distributörsnätverk

Enligt uppgifter från Bolaget och marknadsstatistik från European Manual of Dental Practise (2015), uppskattas antalet tandläkare, d.v.s. kunder, på Doxas prioriterade marknader till ca 220 000 i USA och 345 000 i Europa.<sup>1</sup> I det prospekt som upprättades i samband med emissionen november 2017, skriver Doxa att Ceramir befinner sig på fjärde plats (mätt i försäljningssiffror), med en marknadsandel om drygt 3 %. Givet 3 % av antalet adresserbara tandläkare i USA och Europa skulle det innebära ungefär 17 000 kunder. Det är dock svårt att svara på vilka som är unika kunder, och vilka som är återkommande. Det är avgörande för att härleda hur stort antal som är faktiskt återkommande kunder till Doxa och kan antas inkluderas i framtida prognoser.

I prognoserna antas en konservativ siffra om att Doxa hade ca 700-800 återkommande kunder vid början av 2018 som gör regelbundna köp av Ceramir-produkten. Framgent antas Doxa kunna addera nya kunder, dels via befintligt produkt erbjudande och dels via lansering av nya produkter. Med tanke på att Doxa redan har ett befintligt distributionsnätverk kan de nya produkterna nå marknaden snabbare via befintliga försäljningskanaler. Med tanke på att den amerikanska och europeiska marknaden är av strukturell skillnad antas Doxa ha olika förutsättningar att öka antalet kunder.

Följande antas i genomsnitt gälla under perioden 2018-2020 gällande genomsnittligt antal nya unika kunder per månad i USA respektive de fem största marknaderna i Europa:

Antal nya unika kunder, i genomsnitt per månad	2018E	2019E	2020E
USA	7	15	25
Europa	3	12	18

Estimatet avser unika kunder och behållningsgraden antas inte vara hundra procent. I genomsnitt antas Doxa ha en genomsnittlig behållningsgrad om ca 80 %, d.v.s. ungefär 20 % av de kunder som prövar Ceramir C&B blir inte återkommande kunder. Anledningarna till dessa kan vara flera, t.ex. att de inte är nöjda med produkten, priset är för högt, föredrar andra produkter som de kanske redan använt under en längre tid m.m. Ett antagande görs att en typisk kund provar produkten under ett år, och är denne inte nöjd görs inga nya beställningar.

Vidare kommer Ceramir C&B i två format: QuikCap som är en självaktiverande kapsel och QuikMix vilket ger användaren möjlighet att själv blanda dentalcementet. Idag är kapsel absolut vanligast i branschen och av Doxas försäljning antas QuikCap stå för merparten relativt QuikMix (> 95 %).

Givet gjorda antaganden illustrerar följande graf antalet rullande kunder till Doxa ackumulerat:

**Doxa har med nuvarande produktsortiment, samt kommande produktlanseringar, möjligheten att öka antalet kunder via befintligt och potentiellt utökat distributionsnätverk.**

Antal rullande kunder (ackumulerat)



Analyst Groups prognos

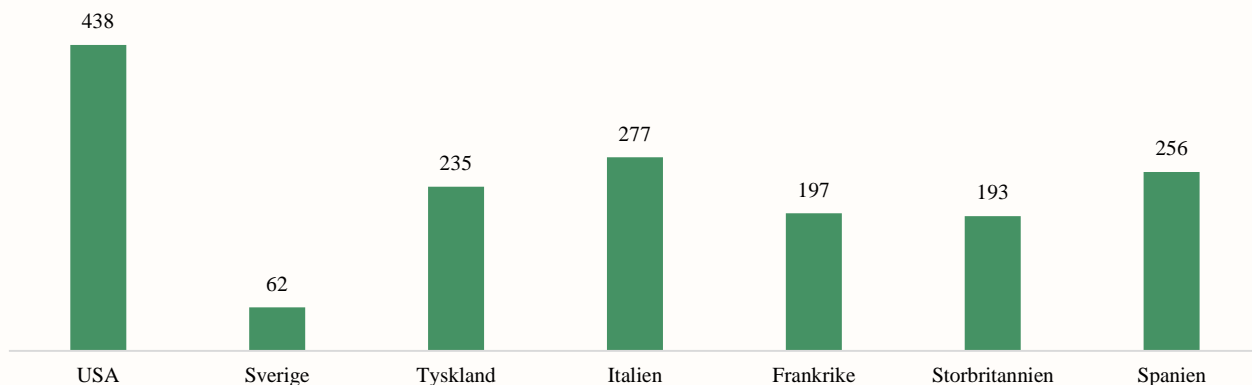
<sup>1</sup>European Manual of Dental Practise: version 5.1 (2015)

# FINANSIELL PROGNOSS

Enligt utdrag från European Manual of Dental Practise (2015), samt enligt uppgifter från Bolaget, görs följande antal cementeringar av led per tandläkare i respektive land:

**Genomsnittligt antal cementerade led per tandläkare över ett år varierar mellan länderna, där USA uppvisar högst siffra.**

Antal cementerade led per tandläkare och år, i genomsnitt.



Källa: European Manual of Dental Practise (2015) och Bolaget

Ceramir passar inte för alla typer av cementeringar och enligt uppgifter från Bolaget kan det antas att Ceramir adresserar 80 % av de cementeringar som görs. På månadsbasis innebär det att Doxa skulle kunna ingå i 29 respektive 14 cementeringar av led per månad i USA respektive Europa. För varje led antas en kapsel QuikCap förbrukas, medan en förpackning QuikMix antas räcka till ett stort antal behandlingar.

Priset för Ceramir C&B antas variera beroende på distributör, vilka rabatter vissa kunder har, paketerbjudanden och liknande. Baserat på information från Safco Dentals webbutik (en av Doxas återförsäljare), antas följande cirkapriser gälla:

Priser QuikCap	Pris i USD
Startpaket	102
QuikCap refiller (20 st. kapslar)	145

Priser QuikMix	Pris i USD
Startpaket	187
QuikMix 15g pulverburk	102

QuikCap kräver inte likt tidigare kapselversion ett kapselunikt verktyg, vilket innebär att tandläkares befintliga verktyg är kompatibla med QuikCap. Därmed antas merparten av försäljningen ske av enbart kapslar, relativt det startpaket som finns där bl.a. ett kapselverktyg ingår. QuikMix, likt nämnt ovan, antas stå för en mindre andel av försäljningen.

Utöver försäljning av Ceramir C&B förväntas Doxa lansera ytterligare produkter under 2019. Dessa kommer kunna säljas via befintligt distributionsnätverk, vilket således underlättar marknads lanseringen. Sektionen på nästföljande blad presenterar hur en potentiell lansering kan se ut och vilka intäkter det kan resultera i.

# FINANSIELL PROGNOSES

## Produktlansering av liner och tandfyllnadsmaterial under 2019

Doxa har kommunicerat att de avser lansera en liner. Projektet har försenats, varför Analyst Group prognostiserar en lansering under tidig höst 2019. Tidigare var Doxas målsättning mot slutet av 2018. I prognoserna antas marknads lansering ske under september månad 2019, då det kan antas att en lansering mitt under sommaren inte är det strategiskt bästa valet.

Doxa kommer kunna rikta produkten mot befintliga kunder via rådande distributionsnätverk. Följande är ett antagande kring hur många av Doxas Ceramir C&B-kunder som Bolaget kan adressera med linern och som även blir återkommande kunder av produkten:

År	Adresserade kunder
Adresserade tandläkare med Produkt: Liner 2019	10 %
Adresserade tandläkare med Produkt: Liner 2020	20 %

En liner kan beskrivas som en sprutliknande produkt med ett innehåll och utformning som möjliggör flera behandlingar med samma produkt, där endast spetsen byts ut. Ett antagande görs att en tandläkare i genomsnitt förbrukar två liners per månad.

Även tandfyllnadsmaterialet, som antas lanseras under december 2019, kommer kunna säljas via det då rådande distributionsnätverket. Följande är ett antagande kring hur många av Doxas kunder som kan adresseras med produkten och som även blir återkommande kunder till produkten:

År	Adresserade kunder
Adresserade tandläkare med Produkt: Tandfyllningsmaterial 2019	10 %
Adresserade tandläkare med Produkt: Tandfyllningsmaterial 2020	20 %

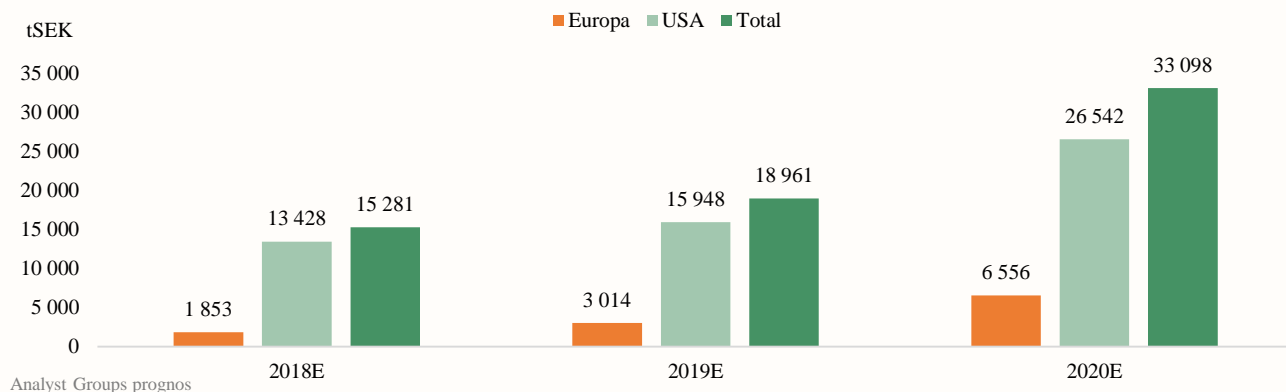
Även för tandfyllningsmaterialet antas en tandläkare i genomsnitt göra två köp per månad. Följande är ett antagande kring de priser som skulle kunna vara gångbart för respektive produkt, baserat på vad liknande produkter kostar på marknaden idag:

Priser per enhet	Pris i USD
Produkt: Liner	100
Produkt: Tandfyllningsmaterial	150

Gjorda antaganden gällande Ceramir C&B och tillkommande produkter resulterar i följande prognostiserade omsättning för Doxa:

### Doxa har möjlighet att växa baserat på befintlig produktportfölj, samt med hjälp av nya produkter.

Prognostiserad omsättning (tSEK) via distributörer

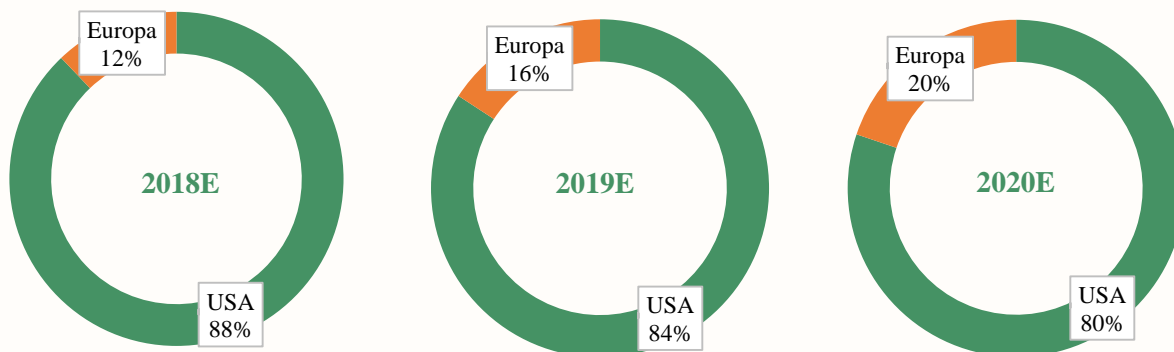


# FINANSIELL PROGNOSS

USA och Europa förväntas utvecklas i olika takt och under 2017 antas USA ha stått för över 95 % av Doxas försäljning. Med tiden prognostiseras försäljningen öka för Bolaget, där Europa står för en större andel framgent. USA väntas dock fortsatt stå för merparten.

**USA förväntas fortsatt stå för majoriteten av Doxas försäljning, även om den europeiska marknaden förväntas ta större andel av försäljningen.**

Geografisk fördelning av Doxas försäljning



Analyst Groups prognos

## Försäljningsprognos avseende bundling

Doxa kan framöver komma att erhålla ökade intäkter från att bundla Ceramir C&B med kronor från t.ex. dentallaboratorier. Idag har Doxa avtal med Drake Dental Labs. I USA ser Bolaget goda möjligheter att ingå ytterligare avtal. För att illustrera den potentiella försäljningen som kan tillkomma från affärsområdet används data från företaget Glidewell, vilket är en stor global aktör och betydligt större än t.ex. Drake Dental Labs som Doxa har samarbete med idag.

Glidewell säljer omkring 100 000 tandkronor per månad. Givet att de aktörer Doxa kan komma att ingå bundlingsavtal med är mindre, antas en typisk partner till Doxa leverera kronor som motsvarar 3-4 % av Glidewells kapacitet. Vidare antas, likt ovan, Ceramir C&B vara kompatibel med 80 % av kronorna samt att Ceramir C&B bundlas med 50 % av tandkronorna hos dentallaboratoriet.

Intäkten per bundlingspaket antas vara i linje med priset per en kapsel QuikCap, men med fördelen att bruttomarginalen är betydligt högre då en hävstångseffekt kan uppnås. Följande antagande görs kring hur många dentallaboratorier Doxa kommer samarbeta med framgent:

Antal adresserade dentallaboratorier	Aktiva avtal	Ack. antal
Antal dentallabb. 2018	1	1
Antal dentallabb. 2019	+2	3
Antal dentallabb. 2020	+2	5

## Försäljningsprognos avseende Privat label

Gällande avtalet med Dentsply Sirona har Doxa inte kommunicerat någon information om prisbild eller potentiell volym, varför prognoser blir svåra att göra. Den engångsbetalning som Doxa erhåller, ca 17,7 MSEK bokfördes som en övrig intäkt i Q2-rapporten 2018. Försäljningen från Private Label-avtalet kommer sedan synas som nettoomsättning, där marginalerna kommer vara relativt lägre då Dentsply Sirona kommer behöva ha marginal på sin försäljning. Även om Doxa inte givit någon guidning om vad avtalet kan innebära rent försäljningsmässigt, kan det antas att det kommer få en betydande effekt på Bolagets tillväxt. Doxa har erhållit två orders av kapslar till Dentsply Sironas biokeramiska cement som bygger på Doxas produkt Ceramir Crown & Bridge. Dessa ordrar produceras och levereras under andra halvåret av 2018.

# FINANSIELL PROGNOSES

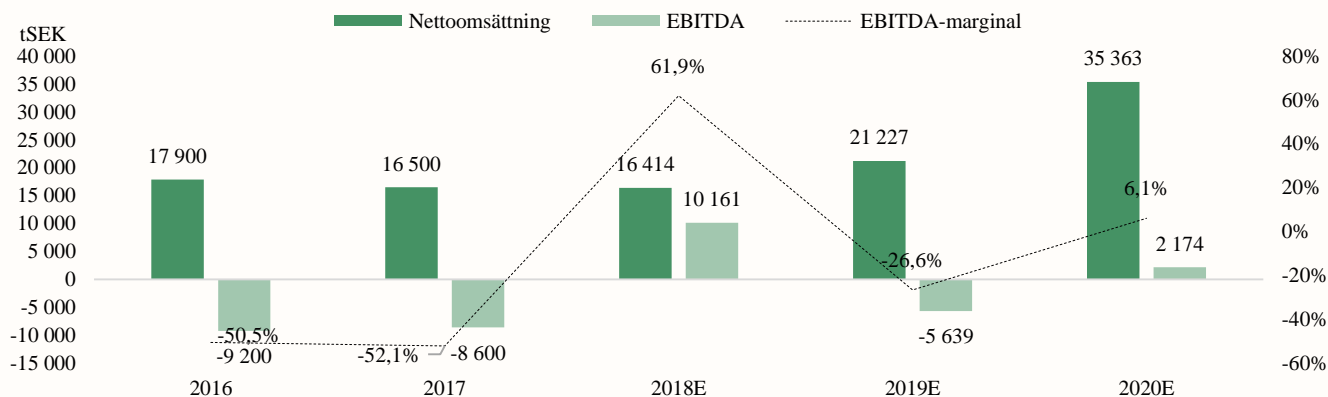
På befintlig verksamhet rullar Doxa på en bruttomarginal omkring 75-85 % och för Ceramir C&B antas en bruttomarginal omkring 75 % gälla över tid. De produkter som framöver ska lanseras antas ha en något lägre bruttomarginal vilket förklaras av de produktspecifika egenskaperna. Det resulterar i att bruttomarginalen sjunker något under 2018-2020 då dessa produkter lanseras. Även intäkterna från Private Label-avtalet förväntas ha något lägre marginal, då Dentsply Sirona kommer behöva ha en marginal på sin försäljning. Dock antas bruttomarginalen inom bundling vara mycket god, vilket bidrar till ökad marginal.

Under 2018 antas Doxa inte anställa mer personal och inte heller skala upp sin marknadsföringsbudget. Däremot kan det tänkas att Doxa omvärderar hur de marknadsför sig, men likväl till en liknande kostnadsnivå. För perioden 2019 och 2020 antas Doxa bredda organisationen med fler anställda. Dock, med tanke på försäljning via distributörer och partners, antas inte personalstyrkan behöva skalas upp avsevärt. Marknadsföringsbudgeten prognostiseras öka över tid, varför denna kostnadspost ökar under 2019 och 2020.

Övriga kostnader i form av externa tjänster, avskrivningar och räntekostnader antas vara konstanta över prognosperioden. Med tanke på att Doxa har ett upparbetat förlustavdrag antas ingen skatt till och med 2020.

**Gjorda antaganden resulterar i att det första helåret där Doxa når organisk break-even är 2020.**

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Analyst Groups prognos

Analyst Groups prognos (tSEK)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	17 900	16 500	16 414	21 227	35 363
Övriga intäkter	300	0	17 700	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>18 200</b>	<b>16 500</b>	<b>34 114</b>	<b>21 227</b>	<b>35 363</b>
Kostnad sålda varor	-4 100	-3 100	-4 086	-5 199	-9 223
<b>Bruttoresultat</b>	<b>16 500</b>	<b>14 100</b>	<b>30 027</b>	<b>16 028</b>	<b>26 141</b>
Bruttomarginal	90,5%	85,5%	75,1%	75,5%	73,9%
Rörelsekostnader	-25 700	-22 700	-19 867	-21 667	-23 967
<b>EBITDA</b>	<b>-9 200</b>	<b>-8 600</b>	<b>10 161</b>	<b>-5 639</b>	<b>2 174</b>
EBITDA-marginal	-50,5%	-52,1%	61,9%	-26,6%	6,1%
Avskrivningar	-800	-900	-900	-900	-900
<b>EBIT</b>	<b>-10 000</b>	<b>-9 500</b>	<b>9 261</b>	<b>-6 539</b>	<b>1 274</b>
EBIT-marginal	-55,9%	-57,6%	56,4%	-30,8%	3,6%
Finansnetto	-600	-1 100	-300	-500	-500
<b>EBT</b>	<b>-10 600</b>	<b>-10 600</b>	<b>8 961</b>	<b>-7 039</b>	<b>774</b>
Skatt	-100	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10 700</b>	<b>-10 600</b>	<b>8 961</b>	<b>-7 039</b>	<b>774</b>
Nettomarginal	-59,8%	-64,2%	54,6%	-33,2%	2,2%

# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Zenicor Medical*, *Redsense Medical* och *Enzymatica*. Även om det råder skillnader, finns likheter mellan företagen och Doxa avseende affärs- och intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek, produktstrategi och kapitalstruktur.

**Zenicor**  
MEDICAL SYSTEMS

Zenicor Medical är ledande inom hjärtdiagnostik och strokeprevention. Zenicor tum-EKG är ett system för tidig diagnos av förmaksflimmer och andra hjärtarytmier och används idag på över 350 kliniker i norra Europa. Zenicor har sin verksamhet med utgångspunkt i Stockholm och bedriver utveckling och tillverkning i Sverige. Huvudmarknader är Norden, Storbritannien och Tyskland. Zenicor är noterade på Spotlight Stock Market, värderas till ca 157 MSEK (2018-11-20) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 20 MSEK.

P/S	EV/S
7,8	7,6

**REDSENSE**

Redsense Medicals affärsmodell är att via distributörer sälja produkten Redsense (ett system som upptäcker blodläckage vid hemodialys, dvs. bloddialys). På Bolagets nyckelmarknader, t.ex. USA och Tyskland, förekommer försäljning med egen organisation. Idag sker tillverkningen hos underleverantörer. Bolaget har även uttalat målsättningen att i framtiden erhålla ökade intäkter från integration av Redsense i relaterade, t.ex. dialysmaskiner. Redsense Medical är noterade på Nasdaq First North, värderas till ca 157 MSEK (2018-11-20) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 6,4 MSEK.

P/S	EV/S
24,8	24,7

**enzymatica**

Enzymaticas affärsidé är att utveckla medicintekniska produkter, baserade på barriärteknologi och marina enzymer, för egenvård inom större marknadssegment. För förkylningsprodukten ColdZyme arbetar Bolaget med två olika affärsmodeller, anpassade efter möjlighet och risk. I båda fallen säljs produkten till konsument via apoteks- och hälsokedjor under eget varumärke eller kombinerat varumärke, så kallat co-branding. Enzymatica är noterade på Nasdaq First North, värderas till ca 278 MSEK (2018-11-20) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 52,7 MSEK.

P/S	EV/S
5,3	5,8

Medianvärdet av ovan nämnda företags EV/S-multiplar är 7,6. Sett till bolagskaraktäristiska har Doxa mest likheter med Zenicor avseende storlek, kapitalstruktur och affärsmodell, även om det finns uppenbara skillnader mellan produkt erbjudandet. Zenicor är dock närmare lönsamhet och har visat lönsamma kvartal. Dessutom har företaget bruttomarginaler omkring 90 %, vilket är högre än Doxa.

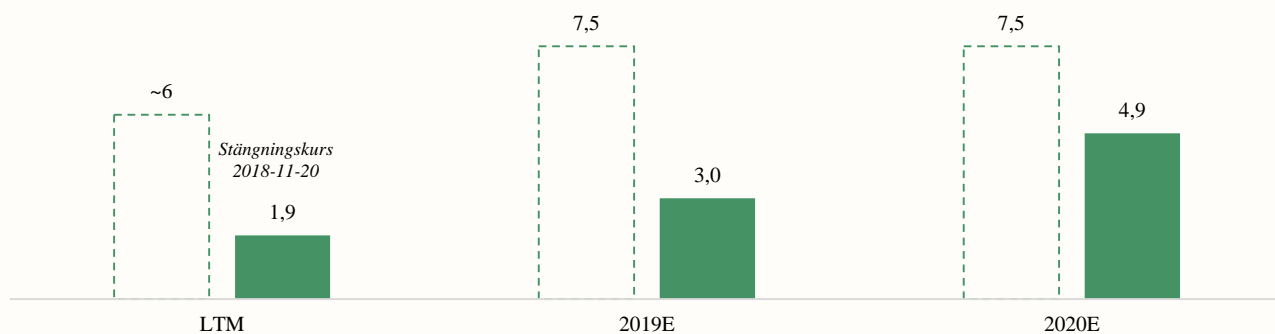
**3 KR**  
PER AKTIE  
PÅ 2019  
ÅRS  
PROGNOS  
(BASE)

Utrymme bedöms finnas för uppvärdering från dagens nivåer, vilket illustreras i nedan graf. EV/S 7,5 tillämpas idag som målmultipl för 2019, vilken antas gälla konstant även under 2020. LTM handlas Doxa omkring EV/S 6, varför en multipl om 7,5 anses vara rimlig. Givet att en fullvärdering inte sker omedelbart, utan värderingen stiger över tid, illustreras följande potentiella värderingsnivåer över en period som sträcker sig till 2020:

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering kommande tre år.

Värdering givet tillämpad EV/S-multipl

□ EV/S-multipl ■ Potentiell aktiekurs vid angiven tidpunkt



Analyst Groups prognos

# BULL & BEAR

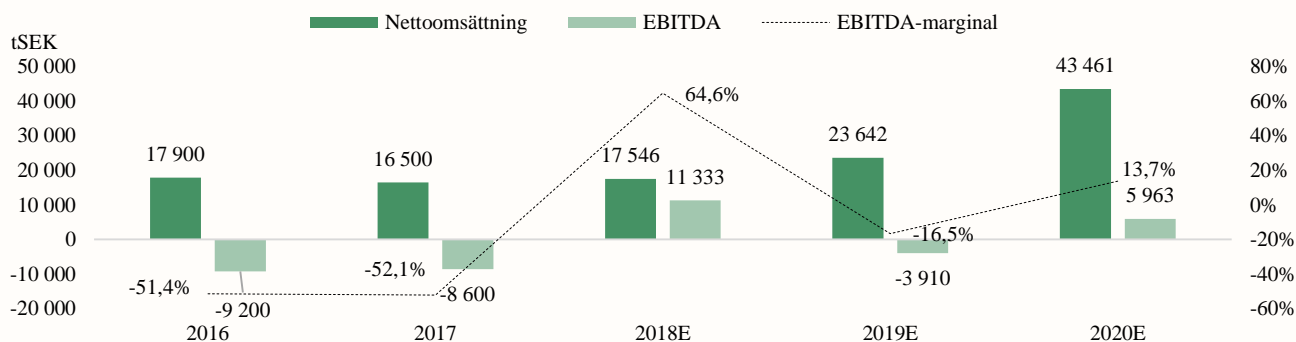
## Bull scenario

Som ett resultat av ökade marknadsföringsinsatser tecknar Doxa nya kunder i en högre takt via befintligt distributörsnätverk. Dessutom bidrar nya distributörer till nya kunder och ökad försäljning. Doxas lanserar sina produkter enligt plan och får bra genomslag på marknaden för dessa. Dessutom antas Doxa kunna ingå fler bundlingsavtal relativt angivet Base scenario.

Den ökade försäljningen kommer dock till en kostnad av högre marknadsföringsinsatser samt en högre grad nyanställning.

**En ökad försäljning av nuvarande och kommande produktmix, tillsammans med fler bundlingsavtal, driver omsättningen och marginalerna.**

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Bull scenario



Analyst Groups prognos

**3,4 KR**  
PER AKTIE  
PÅ 2019  
ÅRS  
PROGNOS  
(BULL)

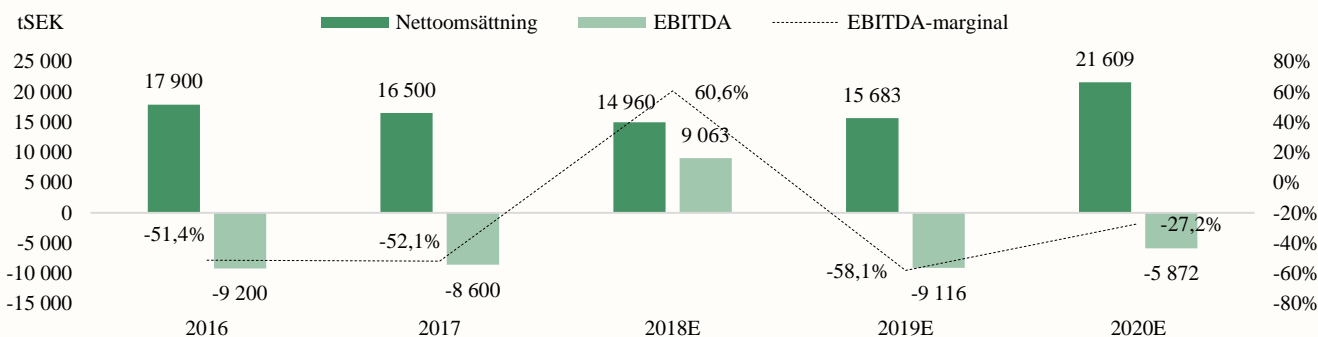
Givet en fortsatt målmultipel om EV/S 7,5 på 2019 års prognos, ger det ett potentiellt värde per aktie om 3,4 kr.

## Bear scenario

Doxa fortsätter i ett Bear scenario att ha svårigheter att nå ut på marknaden och attrahera nya kunder, där Europa utvecklas svagt och ingen riktig vändning kommer tills 2020, vilket är slutet på prognosperioden. Doxa antas fortfarande kunna lansera de nya produkterna, men likt nuvarande försäljning av Ceramir C&B är försäljningen även här låg. Den lägre omsättningen gör att Doxa inte har samma resurser att investera i ytterligare marknadsföringsinsatser eller ny personal.

**I ett Bear scenario blir inte Doxa organiskt lönsamma fram tills 2020 (exkl. 2018 då större engångsbetalning förväntas erhållas). Risk kan då finnas att ytterligare kapital måste inhämtas.**

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Bear scenario



Analyst Groups prognos

**1,3 KR**  
PER AKTIE  
PÅ 2019  
ÅRS  
PROGNOS  
(BEAR)

Då Doxa i ett Bear scenario växer i lägre takt kan det motivera en lägre försäljningsmultipel. Givet en målmultipel om EV/S 4,5 på 2019 års prognos, ger det ett potentiellt värde per aktie om 1,3 kr. EV/S 4,5 är lägre än dagens rullande värdering, vilket motiveras av förändrade strukturella förutsättningar för att Doxa ska kunna fortsätta växa i tillräckligt hög grad i ett Bear scenario.



# LEDNING & STYRELSE

---

## Henrik Nedoh

### Verkställande Direktör

Henrik har lång internationell erfarenhet från marknadsföring och försäljning och har arbetat inom dentalmarknaden i mer än tio år. Henrik kommer tidigare från Nobel Biocare där han var Region Director Nordic. Tidigare i karriären var han Head of Marketing APAC med bas i Hong Kong och General Manager för Australien och New Zealand med bas i Sydney. Henrik arbetade dessförinnan i många år för Volvo Cars, bl.a. med Business Development för Volvo Cars North America och som Commercial Market Manager på Volvo Cars huvudkontor i Göteborg. Tidvis har han arbetet och varit bosatt i USA, Hong Kong och Sydney.

Henrik äger inga aktier i Doxa.

## Jens Lagergren

### CFO

Jens kommer tidigare från Mölnlycke Healthcare där han varit ekonomiansvarig för bl.a. Latinamerika och Östeuropa. I hans befattning ingick även ansvar för regionens IT funktion. Dessförinnan har han haft liknande befattningar hos Thermo Fischer Scientific och dentalbolaget Nobel Biocare. Jens har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm och mer än 15 års erfarenhet av finans och ekonomistyrning, samt administration och ekonomistyrning.

Jens äger inga aktier i Doxa.

## Jesper Lööf

### Chief Operating Officer/R&D

Jesper har varit en del av företagets ledning sedan 2008 och är ansvarig för utveckling och produktion. Han har varit ansvarig för utvecklingen av produkten Ceramir® Crown & Bridge och dess teknikplattform hos Doxa sedan mer än 10 år tillbaka och har en gedigen kunskap om det unika biokeramiska dentalcementet och dess bakomliggande patenterade råvaror. Jesper Lööf är teknologie doktor i materiallära specialiserad på biokeramer.

Jesper äger 8 624 aktier i Doxa.

## Andreas Danielsson

### Director Business Development

Andreas anställdes den 1 september 2015 och har en nyckelroll i Bolagets pågående europasatsning. Andreas har en gedigen bakgrund inom försäljning och under de senaste 10 åren har han arbetat med internationell försäljning inom dental.

Andreas äger 100 000 aktier i Doxa.

## Erik Florman

### QA/RA

Erik har bred erfarenhet av QA/RA-frågor inom det medicintekniska området och har tidigare bland annat arbetat för St. Jude Medical Systems och GE Healthcare.

Erik äger 5 000 aktier i Doxa.

# LEDNING & STYRELSE

---

## Ingrid Atteryd Heiman

### Styrelseordförande

Ingrid har varit invald i styrelsen sedan 2015. Hon har en examen som civilekonom från Lunds Universitet samt en MBA i International Business från Uppsala Universitet. Ingrid har tidigare varit tillförordnad VD för Ellen AB och managementkonsult i Booz Allen Hamilton. Utöver uppdraget i Doxas styrelse så har Ingrids uppdrag som styrelseledamot i Dignitana AB och Redwood Pharma AB samt styrelsesuppleant i Ilama AB.

Ingrid äger 6 000 aktier i Doxa.

## Pål Ryfors

### Styrelseledamot

Pål är VD för medtech-bolaget Episurf Medical, listat på Nasdaq small-cap. Han har tidigare arbetat för ett flertal finansiella institut, senast som CFO för Marginalen Bank och dessförrinnan för Hoist Finance och Société Générale. Pål är Civilekonom med examen från Göteborgs Handelshögskola.

Pål har varit styrelseledamot i Doxa sedan 2018 och äger inga aktier i Doxa.

## Alexander Tasevski

### Styrelseledamot

Alexander har varit aktiv inom dentalimplantatindustrin sedan 1994 och arbetet med internationell affärsutveckling de senaste 15 åren för företag som Nobel Biocare AB, Ospol AB, Osstell AB, MDDI Global Pty Ltd, Klockner SA samt Integration Diagnostics Sweden AB. I integration Diagnostics är han styrelseledamot sedan 2015. Alexander är aktiv delägare av två medicintekniska bolag och driver ett eget konsultbolag. Han har lång erfarenhet inom affärsutveckling med fokus på internationell etablering av dental/medtech-bolag på den globala scenen. Alexander är certifierad tandtekniker från Göteborgs Universitet sedan 1994.

Alexander har varit styrelseledamot i Doxa sedan 2014 och äger 20 000 aktier i Doxa.

## Göran Urde

### Styrelseledamot

Göran är Övertandläkare vid Avdelningen för materialvetenskap och teknologi vid Odontologiska fakulteten, Malmö Högskola och verksamhetsansvarig för Futurumkliniken som är ”testbädden” där aktörer inom tandvården träffas för att utveckla, pröva och förbättra framtidens tandvård. Han har en omfattande erfarenhet inom såväl vetenskaplig, klinisk som kommersiell dental tillämpning, bl.a. från Malmö Högskola, flera utländska universitet och Nobel Biocare. Göran är även styrelseordförande i Cecie AB.

Göran har varit styrelseledamot i Doxa sedan 2017 och äger inga aktier eller optioner i Doxa.

## Mats Persson

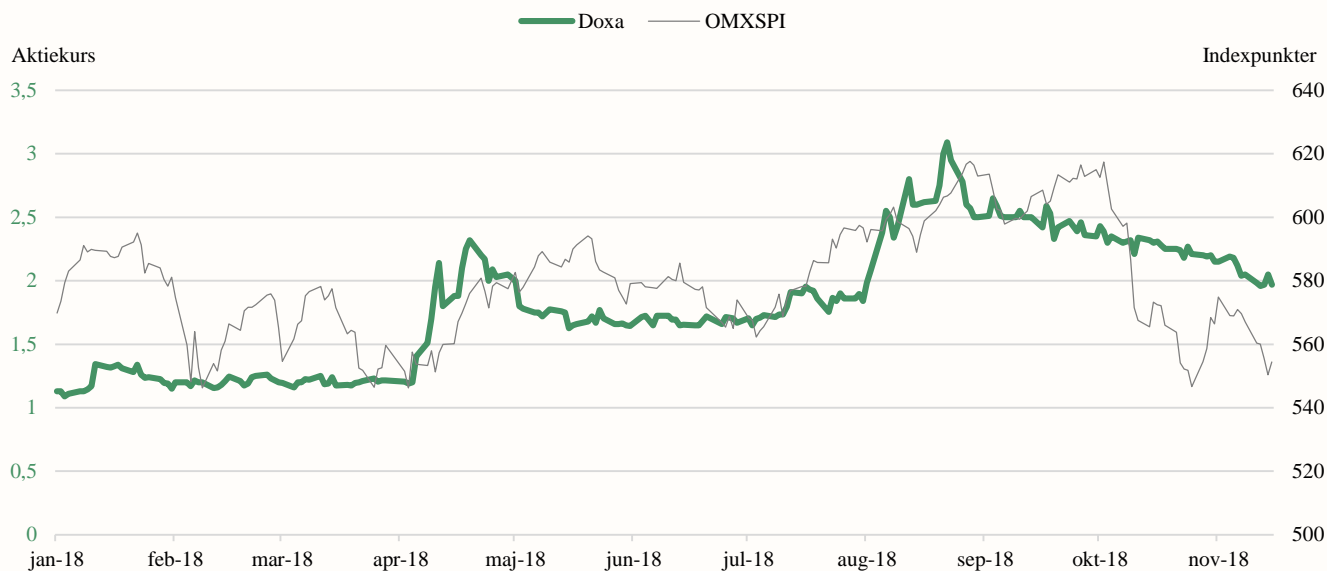
### Styrelseledamot

Mats har mer än 20 års erfarenhet från styrelsearbete i både noterade och onoterade bolag. Under perioden 1999 – 2014 var Mats Senior Partner och delägare i konsultbolaget Neuman & Nydahl med huvudinriktning på förändrings- och omstruktureringsfrågor samt ledarskapsutveckling. Mats har en examen som Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm och en MBA från University of California, Berkley. Utöver sitt uppdrag i Doxa är han även styrelseordförande i Prolight Diagnostics AB, NorthTracker AB och QBNK Holding AB.

Mats har varit styrelseledamot i Doxa sedan 2017 och äger 44 025 aktier i Doxa.

# APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



Resulträkning (tSEK)	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsättning	6 159	9 000	15 000	17 900	16 500
Övriga intäkter	79	100	400	2 700	0
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	0	0	700
Kostnad sålda varor	-3 030	-2 500	-4 400	-4 100	-3 100
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3 208</b>	<b>6 600</b>	<b>11 000</b>	<b>16 500</b>	<b>14 100</b>
Bruttomarginal (exkl. övriga intäkter och aktiverat arbete)	50,8%	72,2%	70,7%	77,1%	81,2%
Rörelsekostnader	-21 981	-24 100	-26 400	-25 700	-22 700
<b>EBITDA</b>	<b>-18 773</b>	<b>-17 500</b>	<b>-15 400</b>	<b>-9 200</b>	<b>-8 600</b>
EBITDA-marginal (exkl. övriga intäkter och aktiverat arbete)	-304,8%	-194,4%	-102,7%	-51,4%	-52,1%
Avskrivningar	-758	-600	-300	-800	-900
<b>EBIT</b>	<b>-19 531</b>	<b>-18 100</b>	<b>-15 700</b>	<b>-10 000</b>	<b>-9 500</b>
EBIT-marginal (exkl. övriga intäkter och aktiverat arbete)	-317,1%	-201,1%	-104,7%	-55,9%	-57,6%
Finansnetto	-18	-400	-100	-600	-1 100
<b>EBT</b>	<b>-19 549</b>	<b>-18 500</b>	<b>-15 800</b>	<b>-10 600</b>	<b>-10 600</b>
Skatt	59	0	0	-100	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-19 490</b>	<b>-18 500</b>	<b>-15 800</b>	<b>-10 700</b>	<b>-10 600</b>
Nettomarginal (exkl. övriga intäkter och aktiverat arbete)	-316,4%	-205,6%	-105,3%	-59,8%	-64,2%

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Doxa Aktiebolag** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)