



DOXA

PÅFYLLD KASSA OCH REDO FÖR ÖKAD FÖRSÄLJNING
UNDER 2018

2018-02-26

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
PATRIK OLOFSSON



Sept. Oct. July June Aug. May



Analyst Groups grundare arbetade från 2011 för en av de då främsta fondkommissionerna under sin studietid, där de bevakade svenska småbolag. De lärde känna varandra och kom till insikt att det då fanns undermålig information och analys rörande små- och medelstora bolag. Tillsammans grundade dem därför Analyst Group tidigt 2014, med visionen att belysa och sprida korrekt information om intressanta små- och medelstora bolag.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm. Samtidigt bejakar vi våra rötter och har kontor kvar i Lund. Vidare samarbetar och håller vi regelbundna utbildningar inom värdering och aktieanalys vid Lunds Universitet.

Vår ambition är att skriva korrekta och objektiva analyser. Vi erbjuder därför två typer av analys. Dels erbjuder vi bolag som vi anser intressanta att på uppdrag utföra analyser mot ersättning. Merparten av våra analyser är dock helt oberoende på bolag som vi anser ha särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att skapa en digital plattform där vi presenterar information och investeringsidéer. Vi tillhandahåller grundliga aktieanalyser som konkretiserar och sammanfattar bolags potential. Vi skriver för att belysa möjligheter och risker för ökad förståelse av mindre bolag. Vårt mål är att skapa ett ökat intresse för det vi på Analyst Group brinner för, nämligen aktier.

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 en produkt under 2018 samt en under 2019.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q4-17	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-14
Värdering	15
Bull & Bear	16
VD-intervju, Torbjörn Larsson	17
Ledning & styrelse	18-19
Appendix	20
Disclaimer	21



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 2018 och 2019. Vidare så kan ett potentiellt avtal gällande Ceramir C&B via private label, vilket är under förhandling, få stor påverkan på Doxas värdering.



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 nyemissionen skedde under senhösten 2017.



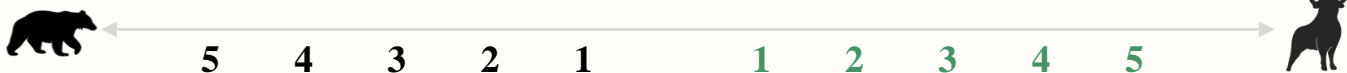
Riskprofil

Då Doxa inte har ett 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 fyllde på kassan, vilket minskar den finansiella risken på kort sikt.



Ledning & Styrelse

Kompetensen i Doxa anses vara god och relevant för marknaden, 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.



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)

PÅFYLLD KASSA OCH REDO FÖR ÖKAD FÖRSÄLJNING UNDER 2018



Doxa har en påfylld kassa och förhandlingar med den aktör som kan komma att lansera Ceramir Crown & Bridge som private label fortgår, samtidigt som Doxa ska lansera nya produkter under 2018 och 2019. Aktiekursen har sedan september 2017 sjunkit med ca 50 %, vilket kan förklaras av försenad privat label-förhandling och en större nyemission under senhösten. 2018 prognostiseras Doxa omsätta ca 25 MSEK i ett Base scenario. Givet en målmultipel om EV/S 5 härledd från en relativvärdering, samt en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett potentiellt värde om 2,1 kr per aktie.

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 varumärkeskännedom. 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 branschen för dentalcement. Doxa har idag ett befintligt försäljningsnätverk bestående av drygt 20 distributörer över fyra kontinenter.

Förhandlingar om Ceramir Crown & Bridge som Private Label fortskrider

Förhandlingar pågår med en aktör som kan lansera Ceramir under eget varumärke. Om affären sker erhåller Doxa en större betalning vid signering och på lång sikt är avtalet positivt för Doxas tillväxtpotentialer.

Bundling med kronor kan ge hävstångseffekt

För Doxa innebär bundling 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.

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 | 1,24 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2018 ÅRS PROGNOS

BEAR 0,9 kr | BASE 2,1 kr | BULL 2,7 kr

Potentiell värdering (tolv månader framåtblickande), ej riktkurs.

DOXA AB	
Stängningskurs (2018-02-22)	1,24
Antal Aktier	55 900 400
Market Cap (MSEK)	69,3
Nettokassa(-)/skuld(+)	-4,3
Enterprise Value (EV)	65,0
V.52 prisintervall (SEK)	1,01 – 3,10

KURSENTVECKLING	
1 månad	- 5,3 %
3 månader	+ 13,8 %
1 år	- 48,6 %
YTD	+ 9,7 %

HUVUDÄGARE (PER 2017-12-31, HOLDINGS MODULAR FINANCE)	
Adma Förvaltning AB (Greg Dingizian)	14,67 %
Maxus AB (Magnus Wahlbäck)	7,66 %
Nordnet Pensionsförsäkringar	7,63 %
Avanza Pensionsförsäkring	5,16 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Torbjörn Larsson
Styrelseordförande	Magnus Wahlbäck

FINANSIELL KALENDER	
Årsredovisning	2018-04-12

PROGNOS	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning (tSEK)	17 900	16 500	24 918	34 514	56 973
Bruttoresultat (tSEK)	16 500 ¹	14 100 ²	19 022	26 304	42 440
EBITDA (tSEK)	-9 200	-8 600	-3 478	304	6 440
EBITDA-marginal	-51,4%	-52,1%	-14,0%	0,9%	11,3%
P/S	3,9	4,2	2,8	2,0	1,2
EV/S	3,6	3,9	2,6	1,9	1,1
EV/EBITDA	-7,1	-7,6	-18,7	214,2	10,1

¹Innehåller övriga intäkter om 300 tSEK.

²Innehåller aktiverat arbete om 700 tSEK.

KOMMENTAR Q4-17

Doxa överträffade prognoserna för Q4-17 och således helåret 2017. Analyst Group hade räknat med en omsättning om 15 MSEK för 2017, mot utfallet 16,5 MSEK. Samtidigt som omsättningen översteg gjorda prognoser fortsätter Doxa att förbättra sitt resultat, vilket är en konsekvens av bl.a. det besparingsprogram som fortlöper.

Under november 2017 genomförde Doxa en nyemission som sammantaget tecknades till 74,1 %. Teckningsgraden, och då även utspädningen, blev lägre än estimerat i den analys som publicerades före teckningsgraden tillkännagavs. Det resulterar således i ett förändrat värderingsintervall, vilket justerats upp något jämfört med det i november 2017. Samtidigt skrev Doxa i Q4-rapporten 2017 att de två nya produkterna, en liner och ett tandfyllnadsmaterial, ska lanseras ”mot slutet” av 2018 respektive 2019. Vi hade utgått från sensommaren respektive år, varför försäljningsprognoser justeras ned något för 2018 och 2019 och såldes minskar värderingsintervallet.

Att bevaka framgent

Det närmast mest intressanta att följa är dialogen med den aktör som kan komma att lansera Ceramir Crown & Bridge under eget varumärke (private label). Om avtal tecknas får det en betydande effekt på Doxas långsiktiga tillväxtpotential, samtidigt som det resultera i en större up-front betalning.

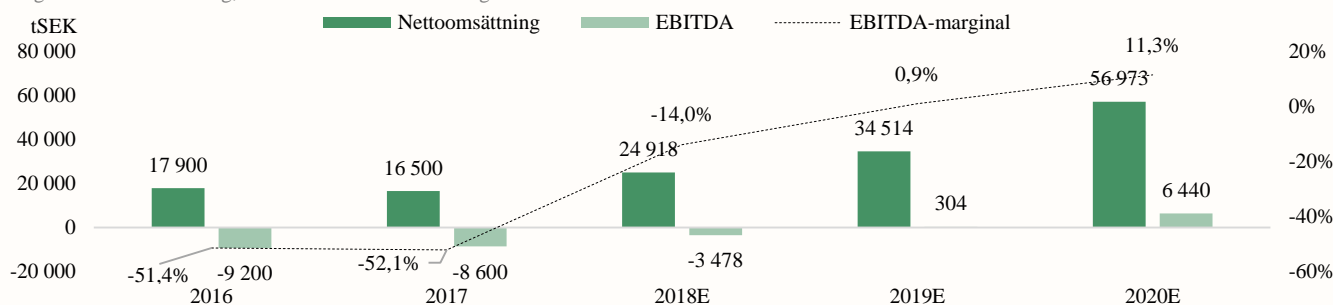
Under 2017 har den europeiska marknaden utvecklats trögt för Doxa. Under 2018 kommer fokusmarknaderna i Europa bestå av Tyskland, England, Italien och Frankrike, och Doxa har kommunicerat att försäljningen på dessa marknader visar en positiv trend. Nämda marknader är även stora inom Europa, vilket således ger Doxa ett bra utrymme att växa inom respektive land. Viktigt blir att Doxa får igång försäljningen i Europa under 2018.

Prognos

Med nuvarande distributionsnätverk, samt potentiellt nya distributörer, har Doxa möjligheter att växa under 2018. För tillfället är Doxa ett en-produktbolag, men lansering av två nya produkter förväntas ske under slutet av 2018 och 2019. Potentiella bundlingsavtal med t.ex. dentallaboratorier samt eventuella private label-avtal kan också komma att bidra till ökad försäljning.

Med nuvarande produkt och potentiellt nya, samt intäktsströmmar från privat label och bundling, kan Doxa växa och närma sig lönsamhet 2019.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Analyst Groups prognos

Finansiell ställning

Per 2018-12-31 uppgick den utgående kassan till 11,3 MSEK. Under 2017 har Doxas genomsnittliga burn rate uppgått till ca 0,8 MSEK/månad. Givet en något högre burn rate under 2018 om 1 MSEK/månad, vilket kan motiveras av ökade marknadsföringsinsatser, är Doxa finansierade till hösten 2018, allt annat lika.

Avslutande ord

Doxa har nyligen fyllt på kassan och förhandlingar pågår fortfarande om att lansera Ceramir C&B som ett private label, vilket anses vara en stor värde drivare. Doxa har möjligheter att öka försäljningen på befintlig produktversion, samtidigt som nya produkter ska lanseras under slutet av 2018 och 2019.

INVESTERINGSIDÉ

Doxa har en påfylld kassa och förhandlingar med den aktör som kan komma att lansera Ceramir Crown & Bridge som private label fortgår, samtidigt som Doxa ska lansera nya produkter under 2018 och 2019. Aktiekursen har sedan september 2017 sjunkit med ca 50 %, vilket kan förklaras av försenad privat label-förhandling och en större nyemission under senhösten. 2018 prognostiseras Doxa omsätta ca 25 MSEK i ett Base scenario. Givet en målmultipel om EV/S 5 härledd från en relativvärdering, samt en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett potentiellt värde om 2,1 kr per aktie.

Marknaden för kronor och broar förväntas fortsätta växa

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.¹

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 branschen för dentalcement. Doxa har idag ett befintligt försäljningsnätverk bestående av drygt 20 distributörer över fyra kontinenter.

Att Ceramir C&B sampaackas 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.

Förhandlingar om att lansera Ceramir C&B under ett Private Label har avancerat. Förhandlingar pågår med en aktör som kan lansera Ceramir under eget varumärke. Om affären sker erhåller Doxa en större betalning vid undertecknande och på lång sikt har avtalet en positiv påverkan på Doxas tillväxtpotentialer. Nya produkter under 2018 och 2019 förväntas resultera i ytterligare försäljning.

Ledning och styrelse med god erfarenhet i Bolaget

Torbjörn Larsson har varit VD i Doxa sedan 2013 och har dessförinnan lång erfarenhet från dental- och life science-branschen. Magnus Wahlbäck, ordförande, har varit engagerad i Doxa sedan 2012 och driver idag det egna investmentbolag Maxus AB. Magnus äger privat och via bolag sammanlagt omkring 7,7 % av aktierna i Doxa.

Tillväxt kommande åren kan motivera uppvärdering

I ett Base scenario prognostiseras Doxa omsätta ca 25 MSEK 2018. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 12 % och EV/S 5 som målmultipel på 2018 års försäljning, erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 2,1 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 minskar den finansiella risken på kort sikt, men Doxa måste fortfarande uppnå lönsamhet.

¹Dental Crowns and Bridges Market Report, 2014-2020

43 %
AV
MARKNADEN
FÖR KRONOR
OCH BROAR I
EUROPA

25 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 målsättningen att lansera ytterligare två produkter. En ljushärdad liner (används vid lagning av hål för att isolera och skydda pulpa och tandvävnad) förväntas lanseras under slutet av 2018, och en tandfyllnadsprodukt som förväntas lanseras under slutet av 2019 som går under utvecklingsnamnet CeraFill.

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 drygt 20 distributörer med närvaro över fyra kontinenter. 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:** Möjlighet finns att en större aktör marknadsför Ceramir C&B under eget varumärke, vilket för Doxa kan generera goda licensintäkter.

Kostnadsdrivare

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”, dvs. 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 det egna landet 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.

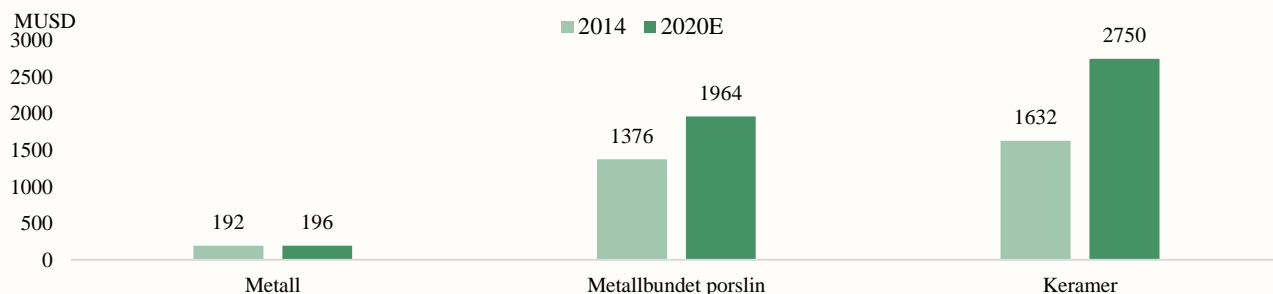
Marknaden för dentalcement

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)

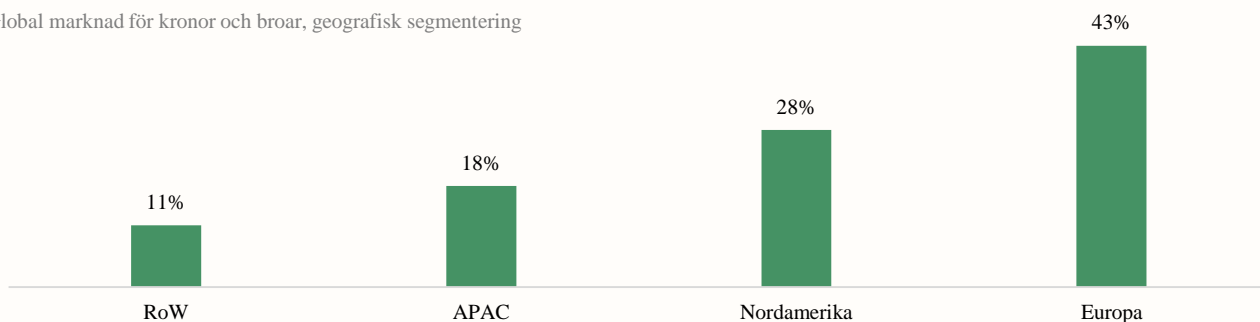


Källa: Dental Crowns and Bridges Market Report 2014-2020

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 drygt 20 distributörer utspridda över fyra kontinenter. Doxas huvudmarknad är USA som idag står för absoluta merparten av försäljningen (> 90%). Europamarknaden har utvecklats i något långsammare takt än väntat. 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 drygt 20 länder och över fyra 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, dvs. 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. 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 en ny produkt under 2018 samt 2019, vilket förväntas ske mot slutet av respektive år. Under 2018 avser Doxa lansera en liner, vilken kan användas för att isolera och skydda pulpan och tandvävnad vid lagning av hål. Under 2019 avser Doxa lansera ett tandfyllnadsmaterial, som går under utvecklingsnamnet CeraFill, med samma fördelar, stabilitet, biokompatibilitet som Ceramir-teknologin.

FINANSIELL PROGNOSS

Försäljningsprognos avseende distributörsnätverk

Enligt uppgifter från Bolaget och marknadsstatistik från European Manual of Dental Practise (2015), uppskattas antalet tandläkare, dvs. kunder, på Doxas prioriterade marknader till ca 220 000 i USA och 345 000 i Europa.¹ 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 konservativa siffror om att Doxa har drygt 1 000 återkommande kunder 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 marknaden och europeiska 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	10	30	50
Europa	5	20	40

Estimatet avser unika kunder och behållningsgraden antas inte vara hundra procent. I genomsnitt antas Doxa ha en behållningsgrad något över 80 %, dvs. 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

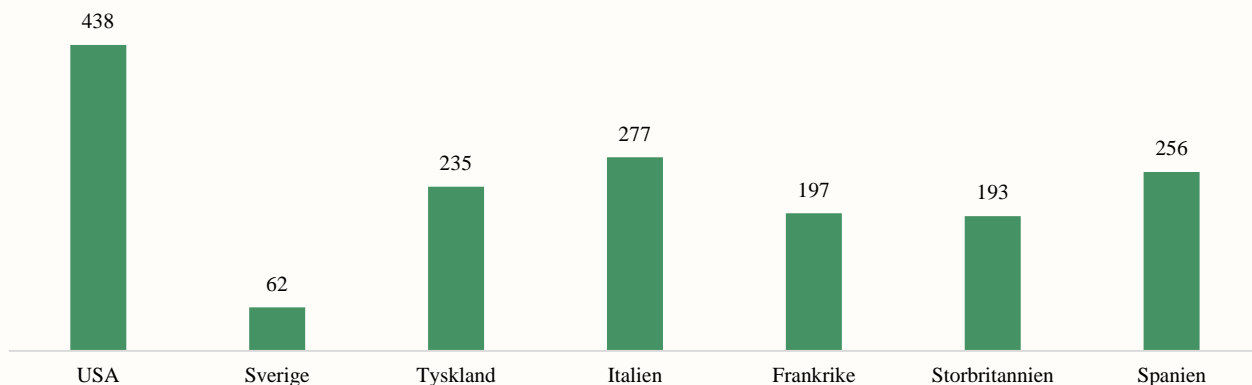
¹European Manual of Dental Practise: version 5.1 (2015)

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	105
QuikCap refiller (20 st. kapslar)	160

Priser QuikMix	Pris i USD
Startpaket	180
QuikMix 15g pulverburk	100

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 2018 och 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 under 2018 och CeraFill under 2019

Doxa har kommunicerat att de avser lansera en liner under 2018. I prognoserna antas marknads lansering ske under december månad, då Doxa i sin Q4-rapport för 2017 skrev att lansering förväntas ske mot slutet av året.

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 de kan adressera med linern och som även blir återkommande kunder av produkten:

År	Adresserade kunder
Adresserade tandläkare med Liner 2018	10%
Adresserade tandläkare med Liner 2019	20%
Adresserade tandläkare med Liner 2020	30%

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 CeraFill, 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 CeraFill och som även blir återkommande kunder till produkten:

År	Adresserade kunder
Adresserade tandläkare med CeraFill 2018	n.a.
Adresserade tandläkare med CeraFill 2019	10%
Adresserade tandläkare med CeraFill 2020	20%

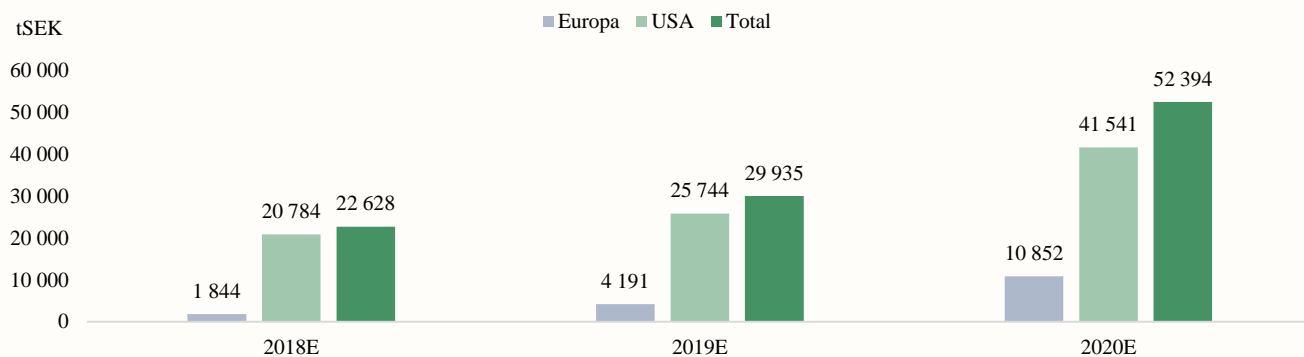
Även för CeraFill antas en tandläkare i genomsnitt göra två köp per månad. Följande är ett antagande kring de priser som skulle kunna vara gångbart för respektive produkt, baserat på vad liknande produkter kostar på marknaden idag:

Priser per enhet	Pris i USD
Liner	100
CeraFill	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



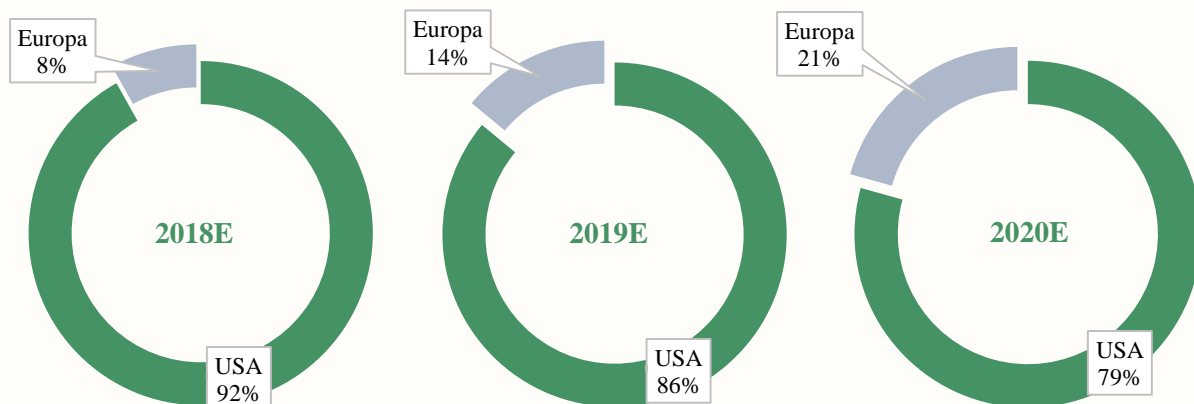
Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSES

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 5 % 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

Exakt hur detta kommer se ut för Doxa är idag svårt att säga, och då ett potentiellt affärskoncept är okänt inkluderas inte denna intäktskälla i gjorda prognoser. Med det sagt, givet att ett avtal skulle bli av, kommer det resultera i god försäljningsutveckling och kan således bidra till att prognoserna nås, eller överträffas.

FINANSIELL PROGNOSES

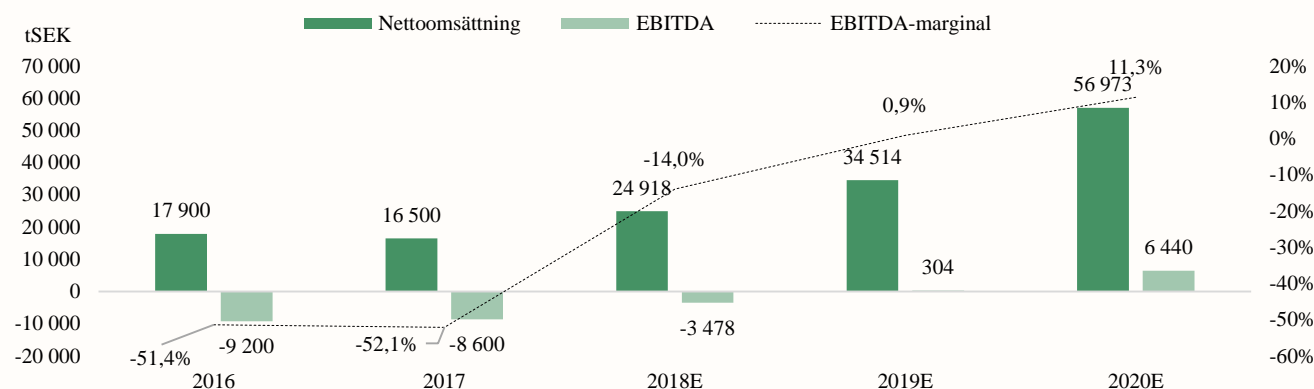
På befintlig verksamhet rullar Doxa på en bruttomarginal omkring 75-85 % och för Ceramir C&B antas en bruttomarginal omkring 75 % gälla över tid. De produkter som framöver ska lanseras antas ha en något lägre bruttomarginal vilket förklaras av de produktspecifika egenskaperna. Det resulterar i att bruttomarginalen sjunker något under 2018 och 2019 då dessa produkter lanseras. Dock antas bruttomarginalen inom bundling vara mycket god, vilket delvis motverkar den effekten.

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 något avsevärt. Marknadsföringsbudgeten prognostiseras dock 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 Doxa når break-even omkring 2019.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Analyst Groups prognos

Analyst Groups prognos (tSEK)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	17 900	15 000	24 918	34 514	56 973
Kostnad sålda varor	-4 100	-3 100	-5 896	-8 210	-14 533
Bruttoresultat	16 500¹	14 100²	19 022	26 304	42 440
Bruttomarginal	92,2%	81,2%	76,3%	76,2%	74,5%
Rörelsekostnader	-25 700	-22 700	-22 500	-26 000	-36 000
EBITDA	-9 200	-8 600	-3 478	304	6 440
EBITDA-marginal	-51,4%	-52,1%	-14,0%	0,9%	11,3%
Avskrivningar	-800	-900	-800	-800	-800
EBIT	-10 000	-9 500	-4 278	-496	5 640
EBIT-marginal	-55,9%	-57,6%	-17,2%	-1,4%	9,9%
Finansnetto	-600	-1 100	-400	-400	-400
EBT	-10 600	-10 600	-4 678	-896	5 240
Skatt	-100	0	0	0	0
Nettoresultat	-10 700	-10 600	-4 678	-896	5 240
Nettomarginal	-59,8%	-64,2%	-18,8%	-2,6%	9,2%

¹Innehåller övriga intäkter om 300 tSEK.

²Innehåller aktiverat arbete om 700 tSEK.

VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Zenikor 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.

Zenikor
MEDICAL SYSTEMS

Zenikor Medical är ledande inom hjärtdiagnostik och strokeprevention. Zenikor tum-EKG är ett system för tidig diagnos av förmaksflimmer och andra hjärtarytmier och används idag på över 350 kliniker i norra Europa. Zenikor har sin verksamhet med utgångspunkt i Stockholm och bedriver utveckling och tillverkning i Sverige. Huvudmarknader är Norden, Storbritannien och Tyskland. Zenikor är noterade på AktieTorget, värderas till 89 MSEK (2018-02-22) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 18,2 MSEK.

P/S	EV/S
4,9	5,2

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 produkter, t.ex. dialysmaskiner. Redsense Medical är noterade på Nasdaq First North, värderas till ca 128 MSEK (2018-02-22) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 4,3 MSEK.

P/S	EV/S
32,3	31,4

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 435 MSEK (2018-02-22) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 59,4 MSEK.

P/S	EV/S
7,3	7,3

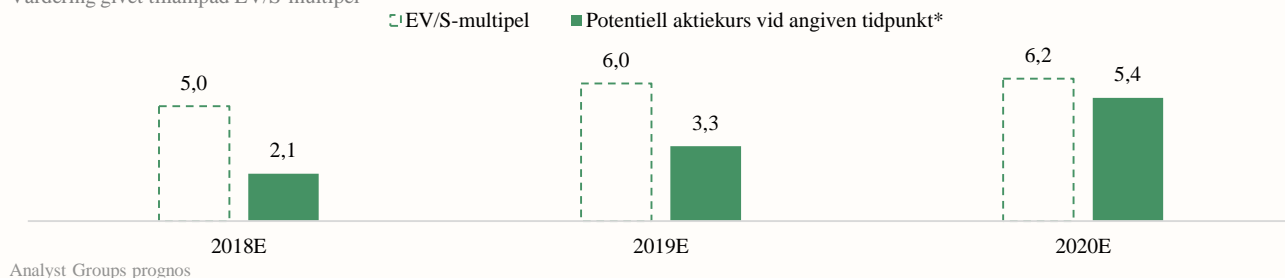
Medianvärdet av ovan nämnda företags EV/S-multiplar är 7,3. Sett till bolagskaraktäristiska har Doxa mest likheter med Zenikor avseende storlek, kapitalstruktur och affärsmodell, även om det finns uppenbara skillnader mellan produkt erbjudandet. Zenikor är dock närmare lönsamhet och har visat lönsamma kvartal. Dessutom har företaget bruttomarginaler omkring 90 %, vilket är något högre än Doxa.

**2,1 KR
PER AKTIE
PÅ 2018
ÅRS
PROGNOS
(BASE)**

Utrymme bedöms finnas för uppvärdering från dagens nivåer, vilket illustreras i nedan graf. EV/S 5 tillämpas som målmultipl för 2018, vilken kan stiga något mot 2020 till följd av högre tillväxt. Det motiveras av att Doxa har möjligheten att kunna växa i god takt till 2020. Med dagens marknadsklimat avseende rådande riskpremie och ränteläge, kan det argumenteras för att 12 % diskonteringsränta är rimligt för Doxa, även baserat på hur Bolagets framtidsutsikter ser ut. Givet att en fullvärdering inte sker omedelbart, utan värderingen stiger över tid, illustreras följande potentiella värderingsnivåer över en treårsperiod:

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering kommande tre år.

Värdering givet tillämpad EV/S-multipl



Det ska förtydligas att potentiellt private label-avtal inte har inkluderats i värderingen. Ett sådant avtal skulle få en signifikant påverkan på värdering.

BULL & BEAR

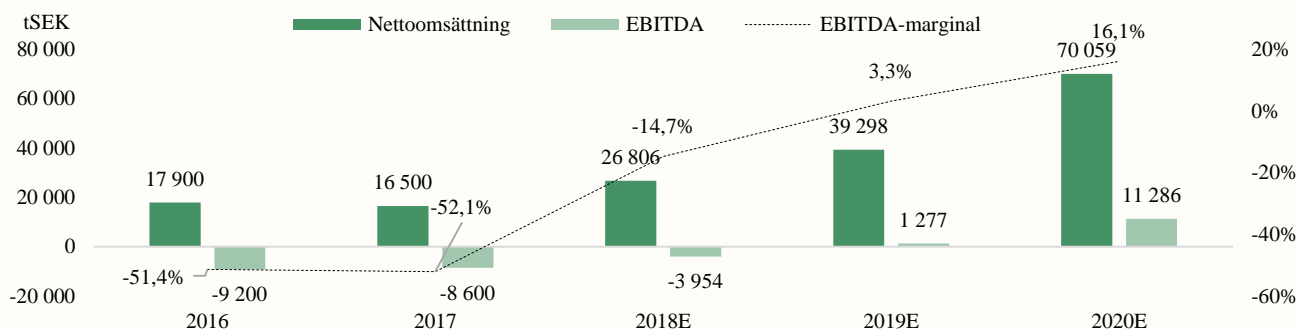
Bull scenario

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

2,7 KR
PER AKTIE
PÅ 2018
ÅRS
PROGNOS
(BULL)

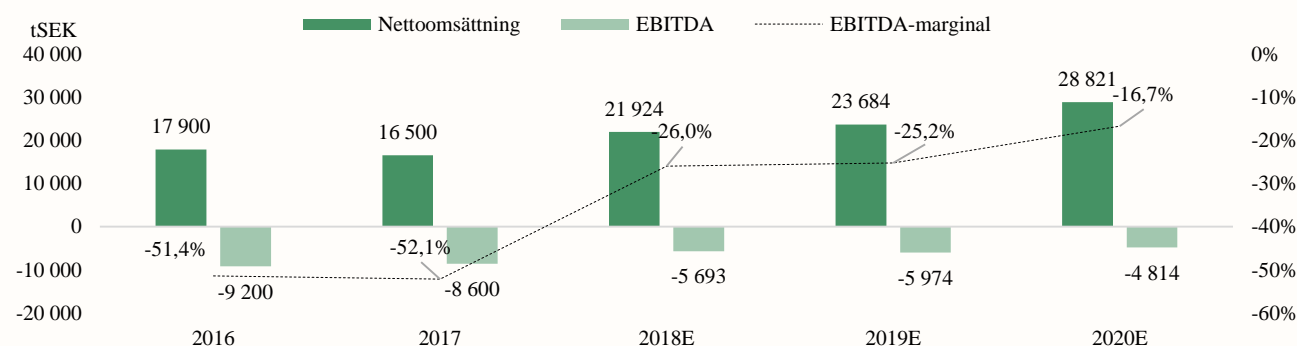
Då Doxa i ett Bull scenario växer i högre takt kan det motivera en högre försäljningsmultipl. Givet en målmultipl om EV/S 6 på 2018 års prognos, ger det ett potentiellt värde per aktie om 2,7 kr.

Bear scenario

Doxa fortsätter ha svårigheter att nå ut på marknaden och attrahera nya kunder, där Europa fortsätter 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 och ingen ny personal antas anställas.

I ett Bear scenario blir inte Doxa lönsamma fram tills 2020. Risk kan då finnas att ytterligare kapital måste inhämtas.

Prognostiserad omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Bear scenario



Analyst Groups prognos

0,9 KR
PER AKTIE
PÅ 2018
ÅRS
PROGNOS
(BEAR)

Då Doxa i ett Bear scenario växer i lägre takt kan det motivera en lägre försäljningsmultipl. Givet en målmultipl om EV/S 2,5 på 2018 års prognos, ger det ett potentiellt värde per aktie om 0,9 kr. EV/S 2,5 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.

VD-INTERVJU, TORBJÖRN LARSSON



Bruttomarginalen för fjärde kvartalet 2017 uppgick till 78 %, att jämföra med 75 % jämförbar period 2016. Kan du utveckla mer kring vad som bidragit till högre bruttomarginal?

Det är till stor del skillnaden i produktmixen mellan dessa perioder. I förra årets mix fanns fortfarande den tidigare kapselmodellen, på vilken vi hade sämre marginaler.

Kan du berätta lite mer om den liner ni siktar på att lansera under slutet av 2018? Vilken marknadspotential ser ni här?

Vi har under en tid arbetat med att utveckla ett nytt tandfyllnadsmaterial. Under det arbetet har vi sett möjligheten att parallellt även kunna utveckla en ljushärdad liner, vilket kommer att bli vår nästa produkt ut på marknaden.

Jämfört med cement är en liner mer av en stapelvara som säljs i stor volym. Den används vid lagning av hål för att isolera och skydda pulpa och tandvävnad under själva tandfyllnads-materialet. En liner är billigare per använd enhet än t ex ett cement, men används å andra sidan i betydligt större omfattning. I pengar motsvarar linermarknaden ca en tredjedel av cementmarkanden.

Att lansera en liner är ett naturligt nästa steg och ger oss en bra plattform inom området för restoratives/tandfyllnad, från vilken vi sedan kan lansera ett tandfyllnadsmaterial.

Kan du berätta lite mer om det tandfyllnadsmaterial som ni siktar på att lansera under slutet av 2019? Vilken marknadspotential ser ni här?

Tandfyllnadsmaterial är det största produktsegmentet och är ungefär dubbelt så stort som cementmarkanden. Tandfyllnad och liner tillsammans ger Doxa en utökad global marknadspotential på mer än 2,4 Mdr SEK. En stor uppsida är att de två nya produkterna

är produktsegment som används av alla våra nuvarande cementkunder, och alla andra tandläkare som lagar tänder.

Med en utökad produktportfölj blir vi mer intressanta för distributörer och möjligheterna att bygga ett starkt varumärke runt Ceramir förbättras. Båda de nya produkterna kommer att ha de bioaktiva produktfördelarna som Ceramir Crown & Bridge®. Hit hör ett högt pH, att avge kalcium och bilda apatit.

Tidigare under 2017 har ni haft en del utmaningar med att få igång den europeiska marknaden. Hur bedömer du era förutsättningar inför 2018, och vad är skillnaden nu mot för t.ex. ett år sen?

Vi har lärt oss mycket under 2017. I Europa har vi valt ut Tyskland, England, Italien och Frankrike till våra s.k. fokusländer. Försäljningen på dessa marknader visar på en positiv trend.

Kommunikation med distributörerna i dessa länder har utvecklats sig positivt. De marknadsföringsplaner som nu utvecklats tillsammans med dem gör att min bedömning är att vi under 2018 kommer att få igång försäljningen på dessa marknader

Kan du berätta lite mer om vilka marknadsföringsstrategier ni kommer arbeta utifrån under 2018?

Vår marknadsföring kommer dels att handla om att få in nya användare och dels om att få befintliga användare att använda mer av vårt cement. Det finns en stor potential i att få befintliga användare att använda Ceramir Crown & Bridge till fler indikationer. Vi kommer t ex att satsa hårdare på budskapet om Ceramir Crown & Bridge som implantat-cement. Nya studier visar att C&B har mycket goda egenskaper gentemot mjukvävnad, vilket är ett extra plus vid cementering av kronor på implantatskruvar.

Den 22 februari, 2018

LEDNING & STYRELSE

Torbjörn Larsson

Verkställande Direktör (VD)

Torbjörn har varit VD för Doxa sedan början av 2013. Torbjörn är utbildad marknadsekonom på IHM Business School och har lång erfarenhet inom dental- och *life science*-branschen där han jobbat med allt från lednings- och managementfrågor till marknadsföring och produktledning.

Torbjörn äger 10 000 aktier Doxa.

Ann-Kristin Göransson

Finanschef (CFO)

Ann-Kristin kommer närmast från Patria Helicopters AB. Hon har en lång erfarenhet inom ekonomi och har arbetat inom både svenska och utländska bolag. Ann-Kristin har erfarenhet bl.a. som revisor, controller och ekonomichef.

Ann-Kristin äger inga aktier i Doxa.

Jesper Lööf

Chief Operating Officer/R&D

Jesper har arbetat för Doxa sedan 2002 och är den person som varit ansvarig för framställandet av Ceramir® Crown & Bridge. Jesper är utbildad civilingenjör i materialkemi samt Technologie Doktor. Jesper är idag ansvarig för kvalitet och produktion på Doxa.

Jesper äger 4 312 aktier i Doxa.

Andreas Danielsson

Director Business Development EMEAA

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 32 534 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

Magnus Wahlbäck

Styrelseordförande

Magnus har företagsledarerfarenhet från Sverige, England och USA för oljekoncernen Esso/Exxon samt som koncernchef för Nyman & Schultz. Han har även värdefulla erfarenheter från uppdrag som ordförande och styrelseledamot för flera börsbolag i både Sverige och Tyskland, i branscher som IT, telecom, dental, parti- och detaljhandel och reseindustrin. Företagen han varit verksam inom är bl.a. Nordnet, LIC Care, Ticket, Integralis AG och Frontec.

Magnus äger 4 280 122 aktier i Doxa.

Ingrid Atteryd Heiman

Styrelseledamot

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 styrelseordförande i Ellen AB, styrelseledamot i Redwood Pharma AB och Radix Kompetens samt styrelsesuppleant i Ilama AB.

Ingrid äger inga aktier eller optioner 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, Ospan 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.

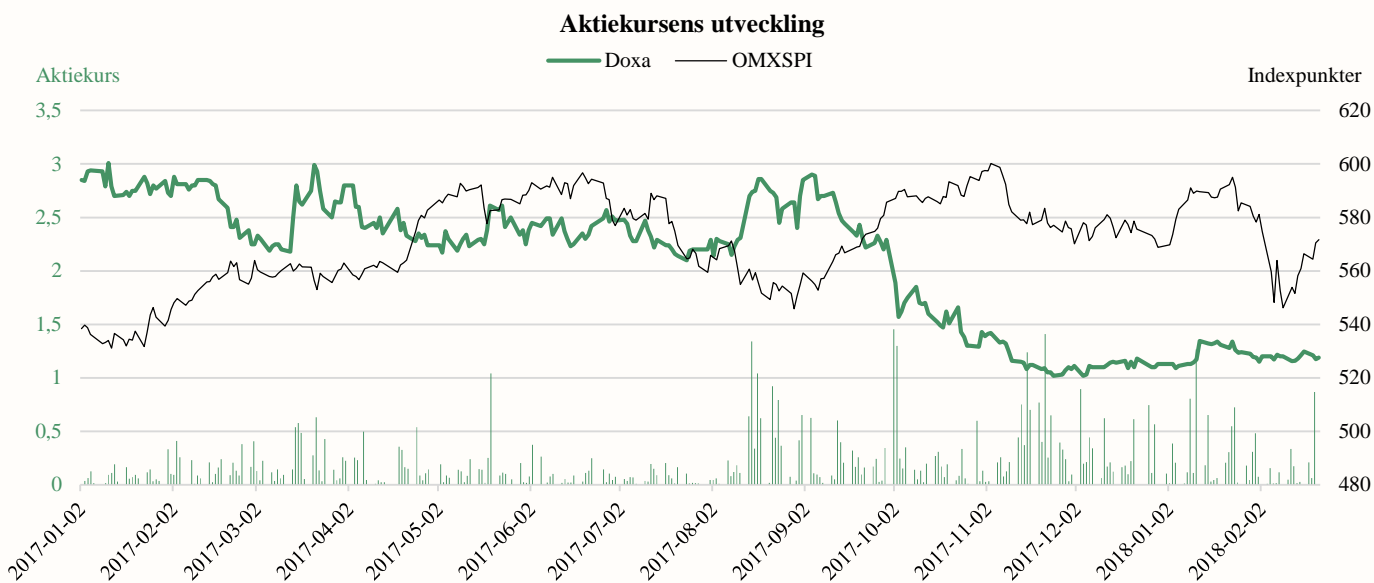
Mats Persson

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



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
Bruttoresultat	3 208	6 600	11 000	16 500	14 100
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
EBITDA	-18 773	-17 500	-15 400	-9 200	-8 600
EBITDA-marginal (exkl. övriga intäkter och aktiverat arbete)	-304,8%	-194,4%	-102,7%	-51,4%	-52,1%
Avskrivningar	-758	-600	-300	-800	-900
EBIT	-19 531	-18 100	-15 700	-10 000	-9 500
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
EBT	-19 549	-18 500	-15 800	-10 600	-10 600
Skatt	59	0	0	-100	0
Nettoresultat	-19 490	-18 500	-15 800	-10 700	-10 600
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

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