

Nosa Plugs (NOSA)



Det doftar potential

Nosa Plugs AB ("Nosa Plugs" eller "Bolaget") är ett medicin-teknikbolag som har utvecklat intranasala andningsprodukter för bl.a. luktskydd och luktråning, där Bolaget levererat en stark historisk tillväxt motsvarande 31 % CAGR åren 2019-2023. Framgent estimeras en fortsatt hög tillväxttakt och med ett estimerat positivt kassaflöde under Q1-25 samt ett utvecklingsprojekt med hög potential i form av Drug Delivery, vilket syftar till att avge läkemedel via näsan, ser Analyst Group uppvärderingspotential i Nosa Plugs. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering av Nosa Plugs befintliga produktportfölj samt Drug Delivery, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,52 kr i ett Base scenario.

Återkommande och snabbt växande intäktströmmar

Nosa Plugs har en stark historik av tillväxt, motsvarande 31 % CAGR åren 2019-2023, trots en negativ påverkan från pandemin. Framgent estimeras en hög tillväxttakt bl.a. genom ökad marknadspenetration av nyligen inträdda marknader, såsom UK och Frankrike, motsvarande en omsättningsökning om 46 % CAGR åren 2024-2028. Intäkterna för Nosa Plugs största produkt Odor Control, vilken utgör ca 80 % av försäljningen, bedöms vara av återkommande karaktär där kunderna i hög grad återkommer, vilket enligt Analyst Group inte speglas fullt ut i dagens värdering.

Positivt kassaflöde i siktet

Nosa Plugs har ett finansiellt mål om att uppnå ett positivt kassaflöde under Q1-25, vilket estimeras nås. Under det senaste året har Bolaget genomfört flera investeringar, primärt kopplat till en ny produktionslina samt utvecklingsprojektet Drug Delivery, vilka förväntas minska under kommande år och tillsammans med fortsatt omsättningstillväxt samt starkare lönsamhet i den nyligen färdigställda produktionslinan, stärka lönsamheten. Samtidigt ser vi fortsatt goda tillväxtpotentialer, något som väntas vara primärt fokus, något som medför att förluster kan komma att uppvisas på kvartalsbasis även under år 2025, däremot estimeras den nuvarande kassan, uppgående till 10 MSEK vid utgången av Q3-24, att vara tillräcklig fram till dess att uthålligt positivt kassaflöde nås.

Utvecklingsprojektet Drug Delivery innehar hög potential

Nosa Plugs utvecklingsprojekt Drug Delivery syftar till att avge läkemedel via näsan genom Bolagets teknologiplattform och näsplugg. Under Q4-24 lämnades en internationell patentansökan in och i samband med det meddelade Nosa Plugs att Bolaget har identifierat över 50 generiska läkemedel som potentiellt är mer effektiva att avgas via teknologiplattformen, bl.a. behandling mot epilepsi, alzheimer, drogavvänjning och antidoter. Således bedöms marknadspotentialen vara hög och kan jämföras med marknaden autoinjektioner, en förhållandevis ny leveransmetod av läkemedel som idag uppskattas omsätta ca 130 mdSEK. Däremot kvarstår flera steg innan en färdig produkt kan kommersialiseras, vilket är en lång och utmanande process med flera osäkerhetsfaktorer.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,46 kr

Base

1,52 kr

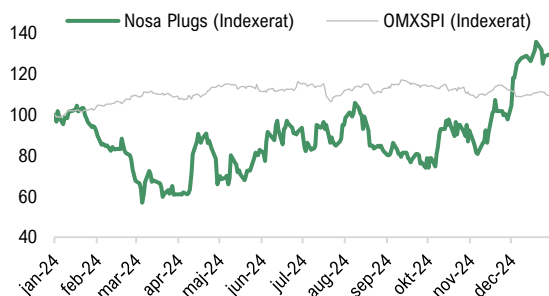
Bull

2,35 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-01-16)	0,93
Antal Aktier (st.)	210 181 054
Market Cap (MSEK)	195,5
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-9,6
Enterprise Value (MSEK)	185,9
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 4 2024	2025-02-14

KURSENTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET 2024-12-31) = INSYNSPERSON

The OneLife Company S.A.	5,2 %
Susanna Bergstrand	3,8 %
Gunneflo Life Science AB	3,5 %
Dalecarlia Growth Fund	3,1 %
ALMI	3,0 %

PROGNOSER (MSEK)

	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	16,6	27,6	40,7	56,7
Bruttokostnader	-5,2	-8,7	-12,7	-17,6
Bruttoresultat	11,5	19,0	28,1	39,2
Bruttomarginal	69%	69%	69%	69%
Rörelsekostnader	-22,1	-22,0	-26,4	-32,9
EBIT	-10,6	-2,9	1,7	6,4
EBIT-marginal	-64%	-11%	4%	11%
P/S	11,8	7,1	4,8	3,4
EV/S	11,2	6,7	4,6	3,3
EV/EBITDA	-21,6	-211,4	45,0	21,3
EV/EBIT	-17,6	-63,6	107,6	29,3

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4-5
Drug Delivery	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos: Core Business	8-10
Finansiell prognos: Drug Delivery	11
Värdering	12-13
Bull & Bear	14
Ledning & Styrelse	15-16
Appendix	17-21
Disclaimer	22

OM BOLAGET

Nosa Plugs är ett medicinteknikbolag som har utvecklat intranasala andningsprodukter, där produktutbudet innefattar luktskydd, ett näsfilter mot luftburna allergener, ett nässkydd som används för att reducera virus och bakterier, samt ett lukträningskit. Produkterna säljs globalt både B2B och B2C, där försäljning primärt sker via distributörer, apotek och egen e-handel. Vidare har Bolaget en produkt under utveckling, kallad Drug Delivery, som syftar till att avge läkemedel via Nosa Plugs teknologiplattform, primärt via luktbulben. Nosa Plugs genomförde ett omvänt förvärv i mars år 2023 och är sedan dess noterat på First North.

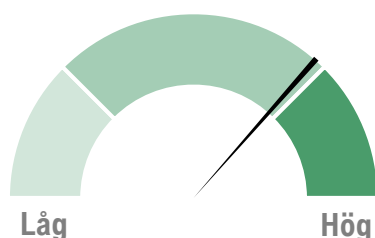
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Adrian Liljefors
Styrelseordförande	Dan Josefsberg

ANALYTIKER

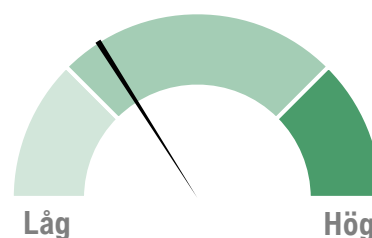
Namn	Axel Ljunghammer
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



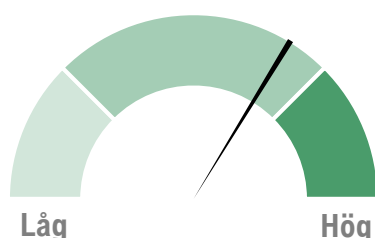
Nosa Plugs kan delas in i två ben: dels Core Business med befintliga produkter, dels Drug Delivery som är under utveckling, vilka båda utgör starka värde drivare. Core Business försäljning har vuxit starkt och förväntas fortsätta göra det genom ökad marknadsbearbetning på befintliga marknader såsom de större länderna Frankrike och UK, parallellt med stabila återkommande intäkter och tillväxt på de idag viktigaste marknaderna, Norden och Tyskland.

Lönsamhet



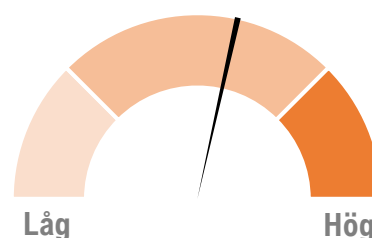
Nosa Plugs har en historik av negativa kassaflöden, då Bolaget historiskt har satsat på tillväxt och geografisk expansion, vilket initialt är kostsamt, i kombination med investeringar i produktionskapacitet och produktutveckling. Framgent förväntas ett större fokus ligga på att växa på nuvarande marknader snarare än att expandera till nya, vilket förväntas stärka lönsamheten. Betyget baseras på historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



VD Adrian Liljefors har arbetat på Nosa Plugs sedan år 2015 och grundade dessförinnan Studiepoolen, som under år 2015 köptes upp av My Academy. Inom styrelsen bedöms relevanta erfarenheter finnas för att driva Nosa Plugs framåt på den förväntade tillväxtresan, men för ett högre betyg hade ett högre insiderägande varit önskvärt. Insiderägandet uppgår idag till totalt cirka 7,6 %.

Risk



Nosa Plugs finansiella risk bedöms som medelhög, nettokassan uppgick vid utgången av Q3-24 till 9,6 MSEK. Bolaget har en historik av negativa kassaflöden men estimeras nu vara nära ett positivt kassaflöde, varpå nuvarande kassa förväntas vara tillräcklig. Vid en sämre försäljningsutveckling än väntat, alternativt uppkomna investeringar som behöver genomföras för att tillvarata tillväxtmöjligheter, kan extern kapitalanskaffning inte uteslutas framgent.

Hög andel återkommande kunder inom Odor Control förväntas bidra till stabila kassaflöden

Nosa Plugs första produkt, Odor Control, ett diskret luktskydd, är Bolagets flaggskeppsprodukt som kommersialiserades fullt ut år 2017 och har sedan dess vuxit starkt genom dess unikheter, tydliga konkurrensfördelar och via geografisk expansion. Konkurrerande produkter inkluderar luktspray och krämer som appliceras på huden under näsan, mot vilka Nosa Plugs anses inneha fördelar genom användarvänligheten gällande bekvämlighet, enkelhet och effektivitet. Detta valideras genom Bolagets starka tillväxt under de senaste åren, motsvarande en CAGR om 31 % mellan åren 2019-2023, trots att pandemin hämmade tillväxten under år 2021. Befintliga kunder, såsom sjuksköterskor på sjukhus, poliser eller personal inom äldreården, antas i hög grad återkomma och fortsätta använda produkten, vilket bidrar till återkommande intäkter, något som parallellt med nyförsäljning på befintliga marknader bidragit till den starka tillväxten. Den återkommande intäktsbasen är enligt Analyst Group något som bör premieras sett till värderingen av Nosa Plugs, vilket inte anses reflekteras i dagens värdering.



Stark lansering av den nya produkten Smell Training

Ca 20 % av världens befolkning lever idag med någon typ av luktnedsättning och under Q4-23 lanserade Nosa Plugs lukträningsprodukten Smell Training. I juni år 2024 publicerades en studie som visade att produkten var en mer effektiv behandlingsmetod jämfört med *standard care*. Studien visade att andelen patienter som fullföljde behandlingen var högre, 93,3 % jämfört med 76,8 %. Produkten har hittills lanserats i större skala i Sverige och Tyskland, med ett starkt mottagande, framgent förväntas Nosa Plugs expandera produkten ytterligare till nya geografiska marknader och därmed driva tillväxt, under H1-25 förväntas fortsatta satsningar i Tyskland parallellt med att produkten lanserades i Schweiz under Q4-24. Lanseringen av Smell Training antas vara en starkt bidragande faktor till att Bolagets totala omsättning växte med 124 % under Q3-24.



Hög potential i utvecklingsprojekt som syftar till att avge läkemedel via näsan

Utöver den befintliga produktportföljen så har Nosa Plugs ett projekt under utveckling, Drug Delivery, vilket syftar till att använda Bolagets teknologi till att avge läkemedel. Nosa Plugs lämnade nyligen in en internationell patentansökan för Drug Delivery och informerade samtidigt om att över 50 generiska läkemedel har identifierats som potentiellt mer effektiva att avges via teknologin inom flera stora terapiområden såsom behandling mot epilepsi, alzheimer, drogavvänjning och antidoter, baserat på tester i laboratorier. Den bedömda potentialen är således stor, exempelvis beräknas marknaden för läkemedel mot epilepsi till ett värde om ca 100 mdSEK. Däremot kvarstår flera steg innan en färdig produkt kan kommersialiseras, vilket är en lång och utmanande process med flera osäkerhetsfaktorer. Nästa steg för Nosa Plugs förväntas vara att genomföra en klinisk studie för att bekräfta produktens säkerhet och funktion på människor, där Bolaget förväntas samarbeta med läkemedelsbolag som kan finansiera studien i utbyte mot exempelvis exklusiva distributionsrättigheter via Nosa Plugs teknologiplattform för dess läkemedel.

Prognos och värdering

Inom Core Business, den befintliga produktportföljen, förväntas en stark tillväxt, primärt genom ökad försäljning på europeiska marknader som ännu inte har penetrerats fullt ut. I kombination med stabil försäljningsökning för Microbial Control och Allergy Filter estimeras en stark omsättningstillväxt om 46 % CAGR för Core Business under åren 2024-2028. Med en applicerad EV/S-multipel om 3,5x på 2026 års försäljning och en tillämplad diskonteringsränta härleds ett nuvärde per aktie om 0,58 kr. Drug Delivery värderas genom en NPV-modell på ett av de kommunicerade behandlingsområdena, epilepsi, varigenom ett nuvärde per aktie om 0,94 kr härleds. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds således ett sammantaget potentiell nuvärde per aktie om 1,52 kr i ett Base scenario.

Framtida försäljningsutveckling är till viss del beroende av externa parter

År 2023 bestod 82 % av omsättningen av B2B-försäljning, vilket till majoriteten sker genom distributörer. Fördelarna med detta är att en liten organisation som Nosa Plugs kan nå ut brett med dess produktutbud på ett kostnadseffektivt sätt. Försäljning via distributörer medför dock även vissa utmaningar kopplade till distributörernas engagemang då de i regel har flertalet andra produkter att sälja, vilket således kan hämma Bolagets försäljning. Vid en svagare försäljningsutveckling än väntat under kommande år kan Nosa Plugs kassaposition, vilken uppgick till ca 10 MSEK vid utgången av Q3-24, utgöra en utmaning och extern kapitalanskaffning kan i ett sådant scenario inte uteslutas.

ÖVER 50
LÄKEMEDEL HAR
IDENTIFIERATS
SOM
INTRESSANTA

1,52 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

**FÖRSTA
PRODUKTEN
KOMMER-
SIALISERADES ÅR
2017**

Nosa Plugs är ett medicintekniskt bolag som är ledande inom intranasala andningsprodukter där Bolaget har utvecklat en proprietär teknologi och produktionsteknik som underlättar andning i olika påfrestande situationer samt möjliggör ökad livskvalitet. Nosa Plugs har utvecklat en teknologiplattform som möjliggör s.k. slow release av olika typer av substanser, vilken bygger på en medicinsk plast som, genom sin utformning och tillförsel av vald substans (och i förekommande fall även filter), ges vissa specifika egenskaper. Idén som ligger till grund för plattformen uppkom år 2006 av en svensk sjuksköterska som ofta arbetade i illaluktande situationer. Därefter grundades Nosa Plugs år 2011 och år 2017, efter flera års produktutveckling, kommersialiserades Nosa Odor Control, ett diskret luktskydd primärt riktat mot personer som utsätts för illaluktande situationer på arbetsplatsen, exempelvis inom sjukvård, äldreomsorg och polis. Därefter har erbjudandet breddats till att även omfatta produkter som erbjuder skydd mot virus och bakterier (Microbial Control), produkter som skyddar mot allergier i form av ett allergifilter (Allergy Filter) samt ett luktkränskit för personer med nedsatt luktförmåga (Smell Training). Därtill har Bolaget ytterligare en produktlinje under utveckling, Drug Delivery, som syftar till att använda Bolagets slow release-teknik för avgivande av läkemedel via näsan (se mer information på s. 6).

Nuvarande produktportfölj

Illustration av Nosa Plugs produkter

Odor Control – nässkydd mot dålig lukt

Odor Control, vilket är en diskret näsplugg designad för användning i miljöer med obehaglig lukt, var Nosa Plugs första produkt och kommersialiserades fullt ut år 2017. Produktens lamellstruktur innehåller mentololja som avger en doft och stimulerar luktsinnet utan att försämra andningsförmågan. Odor Control kan användas i upp till 8 timmar. Produkten är allergenfri och har genomgått toxikologiska tester. Den klassificeras varken som medicinteknisk utrustning eller skyddsutrustning och behöver därför inte CE-märkas. Odor Control är idag Nosa Plugs viktigaste produkt och utgjorde ca 80 % av försäljningen år 2023.

Smell Training – luktkränskit för personer med nedsatt luktförmåga

Smell Training är en medicinteknisk behandling för personer med nedsatt luktförmåga, ungefär 20 % av världens befolkning antas ha någon typ av luktnedsättning. Produkten är framtagen tillsammans med forskare inom lukt, och en klinisk studie från år 2024 visar att produkten är mer effektiv än klassiska behandlingsmetoder. Studien visar att en högre andel fullföljer behandlingen (93,3 % mot 76,8 %) samt att fullföljd luktkräns medför ett signifikant förbättrat luktsinne. Genom att fler fullföljer behandlingen, vilket antas bero på det enkla och smidiga användandet som möjliggör passiv luktkräns, blir fler hjälpta, och Nosa Plugs produkt anses därmed vara en bättre behandlingsmetod enligt studien. Produkten är ett kit med 10 doftsatta pluggar som användaren ska placera i näsan och andas genom fyra gånger om dagen enligt ett specifikt schema. Behandlingen pågår i två månader och är därmed kortare än tidigare metoder. För att komplettera luktkränsningen finns även en app som ger användaren vägledning för att träna luktsinnet så effektivt som möjligt.

Microbial Control – reducerar exponeringen av virus och bakterier

Microbial Control är, liksom övriga produkter i portföljen, en näsplugg som fästs i näsan, vilken inaktiverar virus samt tar död på bakterier vid kontakt med produkten. Den patenterade designen gör att luften passerar genom enheten, där virus och bakterier kommer i kontakt med lamellstrukturen som inaktiverar mikroberna, istället för att filtrera dem som en ansiktsmask gör. Detta möjliggörs av en unik blandning av keramiskt inkapslade silverjoner som är integrerade i lamellstrukturen, produkten släpper dock inte ifrån sig några silverjoner. Vanliga vägar för virus att ta sig in i celler är via slemhinnan i munnen och näsan, vilket gör behovet av att skydda näsan stort. Produkten är testad i externa laboratorier mot de flesta vanligt förekommande förkylningsvirus.

Allergy Filter – filter mot skadliga luftburna partiklar

Allergy Filter är en diskret näsprodukt som genom ett inbyggt filter förhindrar luftburna partiklar och allergener, såsom pollen, kvalster, mögel och damm, i inandningsluften från att nå slemhinnorna i näsan, vilket minskar risken för allergiska reaktioner. Produkten sluter tätt runt näsöppningen, vilket medför att luften tvingas passera filtret, något som optimerar filtreringseffekten och möjliggörs genom den unika och patenterade produktionstekniken.

Illustration av produkter



SJUKHUS ÄR DET VIKTIGASTE KUNDSEGMENTET

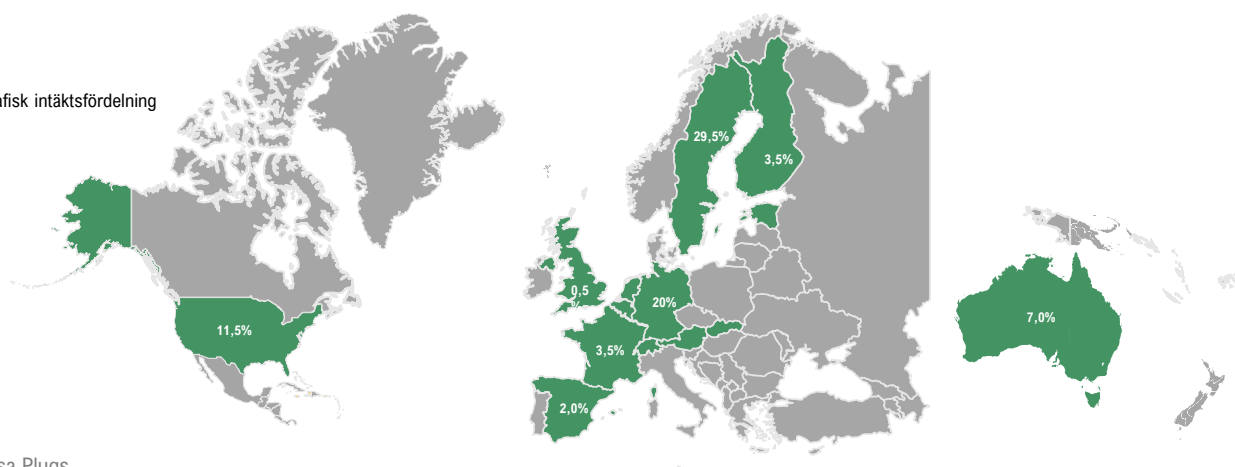
Intäktsmodell

Nosa Plugs nuvarande intäktsmodell kan delas upp i två segment: dels B2B-försäljning till sjukvården, äldrevården, polisen m.fl., dels B2C-försäljning via egen e-handel samt apotek. År 2023 stod B2B-försäljningen för 82 % av den totala omsättningen och sker uteslutande med hjälp av utvalda distributörer, vilket möjliggör att Nosa Plugs kan nå ut brett till en stor målgrupp globalt till en lägre kostnad. Distributörerna gör merparten av arbetet gällande försäljning och marknadsföring av produkterna, även om Nosa Plugs också har egna säljare som besöker nyckelkunder samt bearbetar distributörer. Sjukhus är Nosa Plugs viktigaste kundsegment inom B2B-försäljningen, där säljaren, tillsammans med distributören, bearbetar för att få produkten listad eller upphandlad på exempelvis sjukhus, vilket underlättar inköp. Under år 2023 utgjordes 18 % av omsättningen av försäljning mot konsument (B2C), vilket omfattar samtliga fyra av Nosa Plugs produkter, som säljs både via egen e-handel och återförsäljare, oftast apotek.

Nosa Plugs produkter finns tillgängliga globalt med starkast fäste i Sverige och Tyskland.

Andel av omsättning från utvald länder under de senaste tolv månaderna, Q4-23 - Q3-24

Geografisk intäktsfördelning



Källa: Nosa Plugs

Kostnadsdrivare

Nosa Plugs tillverkar Bolagets produkter genom egen produktion där bruttokostnaderna antas innehålla kostnader för material, el, packning och frakt. Sett till de övriga externa kostnaderna så antas flera kostnader ingå i posten, bl.a. kostnader som är hänförliga till patenten, d.v.s. legala kostnader, sälj- och marknadsföringskostnader samt overheadkostnader i form av exempelvis IT- och lokalkostnader. Nosa Plugs personalstyrka uppgick vid utgången av Q3-24 till 10 personer, vilket speglar en mindre organisation. Detta möjliggörs genom att försäljning i huvudsak sker via distributörer och återförsäljare.

Strategisk utsikt

Nosa Plugs har sedan kommersialiseringen av den första produkten Odor Control år 2017 vuxit starkt genom en ökad marknadspenetration, primärt i Norden men även globalt, samt genom lanseringen av de nya produkterna Smell Training, Microbial Control och Allergy Filter. Framgent förväntas Nosa Plugs fortsätta fokusera på att växa genom dessa produkter med primärt fokus på Odor Control och Smell Training. Inom Odor Control har Nosa Plugs skapat stark marknadsnärvaro i Norden och DACH, där det finns ytterligare utrymme för tillväxt. Därtill förväntas ytterligare satsningar på andra marknader, primärt Frankrike och UK, vilka ses som intressanta marknader givet storleken och därmed antalet adresserbara användare. Vidare förväntas satsningar på geografisk expansion för Smell Training, som hittills har fått ett starkt mottagande på de befintliga marknaderna Sverige och Tyskland.

Drug Delivery befinner sig i en tidig fas, där den internationella patentansökan lämnades in under Q4-24. Strategin för projektet förväntas vara att tillhandahålla den tekniska plattformen till läkemedelsbolag, vilka sedan kan distribuera dess läkemedel via Nosa Plugs näspluggar som ett substitut till sprutor och tabletter. Nästa steg förväntas bli att inleda diskussioner för ett partnerskap med ett läkemedelsbolag, vilka förväntas assistera gällande finansiering av de steg som återstår till kommersialisering, vilket kan ske i utbyte mot exklusivitet för distributionsformen inom partners område.

GEOGRAFISK EXPANSION

Nosa Drug Delivery – intranasal distribution av läkemedel

Utöver den nuvarande produktportföljen antas Nosa Plugs teknologiplattform vara kompatibel för fler applikationsområden, där Bolaget för närvarande har en produkt under utveckling för att kunna avge läkemedel genom näsan, kallad Drug Delivery. Genom Nosa Plugs teknologiplattform avses läkemedel kunna distribueras via luktbulben och därmed ge direkt effekt till hjärnan och det centrala nervsystemet samt därmed kringgå blodomloppet. Därtill förväntas även distribution via nässlemhinnan direkt ut i blodomloppet fungera, vilket medför att läkemedlet undviker kontakt med de metaboliska enzymerna i nedre magtarmkanalen och levern, som annars riskerar att minska effekten av läkemedel som sväljs, något som inte är möjligt med traditionella distributionsmetoder. Vidare kan teknologin bidra med en stabil och jämn distribution genom plattformens slow release-teknik, där sjukvårdens efterfrågan på denna typ av distributionsteknologier ökar.

**SLOW RELEASE-
TEKNIK ÄR HÖGT
EFTERFRÅGAD**

Enligt Data Bridge Market Research befinner sig marknaden för så kallad sustained release of drugs, likt Nosa Plugs Drug Delivery, som förväntas kunna distribuera läkemedel genom ett jämnt fördelat inflöde under en längre tid, i tillväxt. Enligt marknadsundersökningsföretaget estimeras marknaden växa med ca 8 % mellan åren 2024–2032, drivet av bland annat behovet av förutsägbara och stabila terapeutiska effekter från distributionsmetoder. Andra distributionsmetoder, likt sprutor och tableter, ger ofta en direkt effekt som sedan avtar, medan sustained release medför ett jämnt fördelat inflöde av läkemedlet och därmed även en mer jämnt fördelad effekt. Givet att Nosa Plugs lyckas med framtagningen av produkten för intranasal distribution av läkemedel förväntas Bolaget kapitalisera på denna trend.

**MÖJLIGGÖR
SÅVÄL SNABB
SOM LÅNGSAM
LÄKEMEDELS-
ADMINISTRATION**

Positiva resultat från labb-tester

Nosa Plugs har under de senaste åren genomfört oberoende labbtester, vilka genom dessa utvärderat huruvida Bolagets teknikplattform möjliggör snabb och långverkande läkemedelsadministration via näsan. Nosa Plugs meddelade under Q1-24 att Bolaget har erhållit positiva testresultat, vilka påvisade att teknologin fungerade både för att distribuera läkemedel i liten dos över längre tid och att en snabb effekt kan uppnås. Detta möjliggör att tekniken förväntas vara applicerbar på flertalet läkemedel med olika distributionsbehov. Under Q4-24 genomförde Nosa Plugs slutinlämningen av patentet för Drug Delivery, varpå Bolaget meddelade att över 50 generiska läkemedel har identifierats som potentiellt mer effektiva att avges via Bolagets teknologiplattform än med kända leveransmetoder såsom sprutor, tableter, sprayer eller plåster. Av dessa substanser har ett urval integrerats och i labb framgångsrikt bevisat frisläppningsförmåga både med snabb effekt och med så kallad slow release. De positiva testresultaten inkluderar några av världens största terapiområden, som behandling mot epilepsi, alzheimer, drogavvänjning och antidoter.

Nästa steg för Nosa Plugs är att genomföra en klinisk studie för att säkerställa att produkten är säker och fungerar på avsett sätt även på människor. Nosa Plugs mål med den kliniska studien är att inleda ett partnerskap med ett eller flera läkemedelsbolag som kan bidra med finansiering av fortsatta studier, i utbyte mot exempelvis exklusivitet för att kunna distribuera sina läkemedel via Nosa Plugs teknologiplattform. I ett senare skede förväntas det finnas olika alternativ för hur Nosa Plugs kan kapitalisera på Drug Delivery och hur affärsmodellen för detta kan utformas. En tänkbar modell är royaltyintäkter, exempelvis som en andel av läkemedelsbolagens försäljning av produkter som använder Nosa Plugs teknologi. Bolaget skulle även kunna ansvara för produktion av produkterna för att sedan låta läkemedelsbolagen genomföra marknadsförings- och säljinsatser. Sammantaget har Nosa Plugs inte för avsikt att utveckla egna läkemedel, utan snarare distribuera befintliga läkemedel genom teknologin, vilket medför att tiden till marknads lansering förväntas vara avsevärt kortare jämfört med ett nytt läkemedel.

Flera stora användningsområden ger hög potential

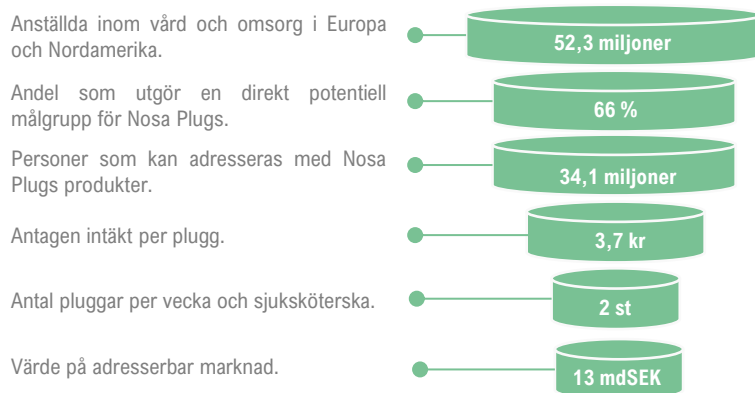
Givet det stora potentiella användningsområdet med flertalet läkemedel inom några av de största behandlingsområdena ser Analyst Group en stor potential i Drug Delivery på sikt. Teknologiplattformen antas ha flera fördelar som skapar hög potential för Nosa Plugs att vinna marknadsandelar, bl.a. genom *slow release*-tekniken, mindre påverkan på lever och organ samt att den fungerar för personer som är spruträdda eller ej kan svälja tableter. Däremot kvarstår flera steg innan en färdig produkt kan kommersialiseras, vilket kan vara en lång och svår process med flera osäkerhetsfaktorer.

Odor Control adresserar en stor global målgrupp

Nosa Plugs verkar som en relativt ensam aktör inom Bolagets nisch för diskreta luktskydd genom produkten Odor Control, där alternativa lösningar inkluderar luktspray och krämer som appliceras på huden under näsan. Odor Controls konkurrensfördelar gentemot dessa lösningar anses primärt vara användarvänligheten gällande bekvämlighet, enkelhet och effektivitet. Nosa Plugs luktskydd anses vara en del av "The Odor Control System Market", vilken avser marknaden för teknologier, produkter och lösningar som används för att kontrollera, reducera eller eliminera obehagliga lukter i olika miljöer. Marknaden förväntas växa med en CAGR om 6,3 % mellan åren 2023–2031, för att vid utgången av prognosperioden värderas till ca 11,3 mdUSD. Nosa Plugs produkter antas dock endast adressera en liten del av denna totala marknad, varför en alternativ beräkning kan genomföras baserat på antalet anställda i relevanta branscher och länder.

Nosa Plugs bedömer att antalet anställda inom vård och omsorg som kan adresseras med Bolagets produkter Odor Control och Microbial Control utgör ca 66 % av det totala antalet anställda inom sektorn, vilket motsvarar ca 34 miljoner potentiella användare i de marknader som Nosa Plugs för närvarande adresserar, d.v.s. EU, UK samt Nordamerika. Enligt en undersökning från år 2018 använder en sjuksköterska Odor Control i genomsnitt 2 gånger per vecka. Givet detta samt ett antaget genomsnittligt pris per plugg om ca 3,7 kr innebär det en teoretisk adresserbar marknad om ca 13 mdSEK. Därtill antas den genomsnittliga användningen per vecka och sjuksköterska öka i takt med att de bildar en vana att använda produkten i illaluktande situationer. Beräkningen tar dock hänsyn till marknader som Nosa Plugs ännu inte har expanderat till men visar ändå att Bolagets penetration av marknaden fortsatt är låg, trots den starka tillväxten under de senaste åren. Detta indikerar att det finns fortsatt utrymme att växa under kommande år genom att penetrera befintliga marknader ytterligare.

**BERÄKNAD
ADRESSERBAR
MARKNAD OM
13 mdSEK**



Adresserbar marknad



**34 000 000
Personer**

Källa: Nosa Plugs

Nedsatt luktförmåga är ett utbrett globalt problem

Tappad, nedsatt eller förvrängd luktförmåga är ett utbrett problem som estimeras drabba ca 20 % av befolkningen globalt. Covid-pandemin medförde att en hög andel av befolkningen fick nedsatt luktsinne. Exempelvis beräknas en halv miljon svenskar ha drabbats av nedsatt eller tappad luktförmåga under år 2020, vilket även ökade intresset för luktsinnet. Ett svikande luktsinne påverkar livskvaliteten negativt, och därtill kan det innebära fara för liv och egendom att inte känna lukten av brandrök eller gaser. Vidare är depression och nedstämdhet vanligare bland personer med förlorat luktsinne, vilket sammantaget speglar konsekvenserna av problemet.

Nosa Plugs adresserar marknaden genom Bolagets produkt Smell Training, ett kit med 10 doftsatta pluggar som användaren ska placera i näsan och andas genom fyra gånger om dagen enligt ett specifikt schema. Konkurrerande lösningar är mer tidskrävande då behandlingarna pågår i 4–6 månader samt kräver att patienter luktränar aktivt. Genom Smell Training kan behandlingstiden kortas ned till 8 veckor, samtidigt som Nosa Plugs näsplugg möjliggör passiv träning. Detta förenklar behandlingen och leder till en högre andel som fullföljer luktråningen. I en klinisk studie av Karolinska Institutet i samarbete med Lunds Universitetssjukhus, Skåne Universitetssjukhus och Monell Chemical Senses Center i USA, som publicerades i juni år 2024, påvisades att andelen som fullföljer behandlingen är högre jämfört med klassiska behandlingsmetoder (93,3 % mot 76,8 %). Genom en enklare och kortare behandling förväntas Nosa Plugs Smell Training vinna marknadsandelar och nå nya patienter som lider av luktbortfall, vilket banar väg för stark tillväxt för produkten i takt med att fler marknader bearbetas.

**20 % AV
BEFOLKNINGEN
BERÄKNAS
DRABBAS AV
NEDSATT
LUKTSINNE**



Omsättningsprognos 2024-2028: Core Business

Nosa Plugs har under de senaste åren uppvisat en stark tillväxt motsvarande en CAGR om 31 % åren 2019-2023, vilken dessutom hämmades av pandemin som medförde ett hack i tillväxtkurvan under år 2021. Tillväxten har varit organisk genom ökad penetration och geografisk expansion för Nosa Plugs första och historiskt viktigaste produkt, Odor Control. Därtill har Bolaget utvecklat nya produkter som har bidragit till tillväxten, Microbial Control, Allergy Filter och under år 2023 Smell Training.

Geografisk expansion förväntas driva tillväxten inom Odor Control

Odor Controls primära målgrupp är sjuksköterskor som arbetar i återkommande illaluktande situationer. Den historiska tillväxten har, utöver nyförsäljning till nya sjukhus, utgjorts av återkommande användare som fortsätter använda produkterna. En nyckelfaktor för att erhålla återkommande kunder bland sjukhus är att få produkterna upphandlade hos dessa. Detta innebär att produkten blir en del av sjukhusets officiella inköpssystem, vilket gör den enklare att köpa in och bidrar till en mer förutsägbar och stabil försäljningsvolym. Exempelvis blev Odor Control upphandlad i Danmark i mars år 2024, vilket omfattade kommuner, regioner och andra statligt anknutna aktörer. Danmark utgjorde därefter 4,5 % av Nosa Plugs försäljning under Q3-24 (LTM), motsvarande ca 0,7 MSEK, jämfört med 0 % året innan. Detta påvisar enligt Analyst Group potentialen med att få en produkt upphandlad, vilket förväntas bli en viktig faktor för fortsatt tillväxt framgent. I juni år 2024 blev Odor Control även upphandlad av den brittiska sjukvårdsmyndigheten NHS, vilket gör att produkten nu kan beställas av alla sjukvårdsenheter i Storbritannien som är kopplade till NHS sårvårdsavtal "Wound care framework". Avtalet beräknas omfatta ca 66 % av alla vårdanställda i landet, motsvarande ca 2,8 miljoner personer. Tillväxten i landet har dock uteblivit hittills, vilket antas bero på att det tar tid att skapa kännedom om Bolagets produkter på nya marknader.

I Nosa Plugs försäljningsstrategi ingår att ge ut produkter, s.k. samples, till sjukhus för att de anställda ska kunna prova produkterna och därefter efterfråga dem från sjukhusen. Strategin antas medföra något längre säljcykler initialt, men när produkterna väl har blivit etablerade bland användarna bidrar detta till återkommande kunder och därmed också intäkter. Detta har enligt Analyst Group bevisats på den svenska marknaden, och vi estimerar därför en ökad tillväxttakt i UK under år 2025. Ytterligare en intressant marknad är Frankrike, där Odor Control under år 2024 blev listad hos UGAP, ett nationellt offentligt upphandlingsorgan som inkluderar sjukvårdsinrättningar, utbildningsinstitutioner och statliga myndigheter. Nästa steg antas vara att få produkten upphandlad, något vi förväntar oss kommer att ske givet produktens fördelar jämfört med konkurrerande lösningar, vilket estimeras driva försäljningstillväxt under de kommande åren.

Hög förväntad tillväxttakt för Smell Training

Utöver Odor Control estimeras försäljningstillväxten under kommande år primärt vara hänförlig till Smell Training. Produkten lanserades i slutet av år 2023 och i juni år 2024 slutfördes en studie som visade att produkten är en mer effektiv behandlingsmetod än konkurrerande metoder. Detta antas främst bero på Smell Trainings enkelhet, som möjliggör passiv luktränning och leder till att fler fullföljer programmet. Efter att studien publicerades rullades produkten ut i större skala, primärt via apotek i Sverige och Tyskland, vilket anses ha varit en bidragande orsak till den starka omsättningstillväxten om 124 % under Q3-24. Framgent förväntas produkten lanseras på fler geografiska marknader, och givet ovan nämnda fördelar förväntas detta bidra till fortsatt stark tillväxt inom produktkategorin.

Sammanfattningsvis förväntas ovan nämnda faktorer, i kombination med stabil tillväxt inom Microbial Control och Allergy Filter, bidra till en stark försäljningstillväxt under kommande år. Under Q4-24 estimeras en omsättning om 5,3 MSEK, motsvarande en tillväxt om 46 %, vilket medför en omsättning om 16,6 MSEK för helåret 2024, motsvarande en tillväxt om 60 %. Under år 2025 estimeras fortsatt organisk tillväxt för Odor Control i Sverige, samtidigt som ett ökat fokus på större marknader såsom UK och Frankrike förväntas stärka omsättningen ytterligare. Parallellt förväntas en geografisk expansion av Smell Training, där försäljningen för närvarande primärt är hänförlig till den svenska och tyska marknaden, och en uttrullning till nya marknader förväntas. Sammantaget estimeras omsättningen uppgå till ca 27,6 MSEK under år 2025, motsvarande en tillväxt om 66 %. Under resterande del av prognosperioden förväntas en fortsatt hög tillväxttakt, om än avtagande, drivet av att fler marknader penetreras.

UPPHANDLINGAR
VIKTIGA FÖR ATT
DRIVA TILLVÄXT

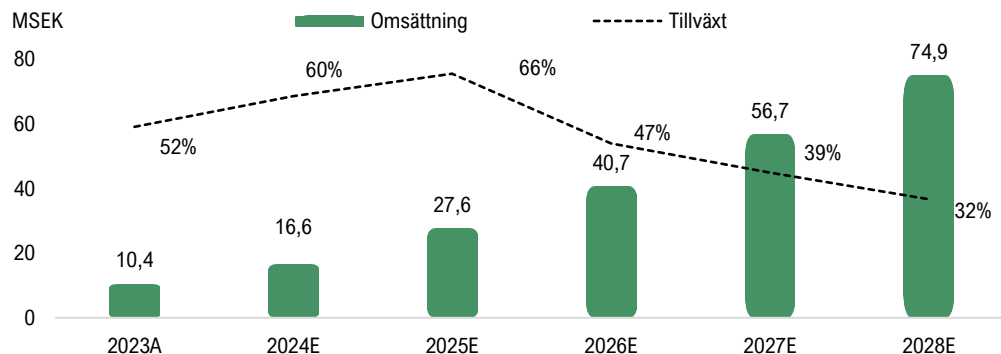
MER EFFEKTIV
BEHANDLING ÄN
KONKURRERANDE
METODER

STICKY PRODUKT MEDFÖR ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

Analyst Group bedömer att Nosa Plugs produkt Odor Control är "sticky", vilket innebär att när produkten väl har etablerats på exempelvis sjukhus antas användarna i hög grad återkommande använda produkten och därmed utgöra en stabil intäktsgrund för Nosa Plugs. I takt med att fler kunder adresseras och börjar använda produkten, utökas denna grund av stabila och återkommande kassaflöden, vilket bidrar till tillväxten. I kombination med övriga tidigare nämnda tillväxt drivare estimeras en omsättningstillväxt med en CAGR om 46 % under åren 2024–2028, vilket medför en omsättning om ca 75 MSEK år 2028.

Geografisk expansion och återkommande intäktsströmmar förväntas bidra till en stark försäljningstillväxt.

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt, 2023-2028E



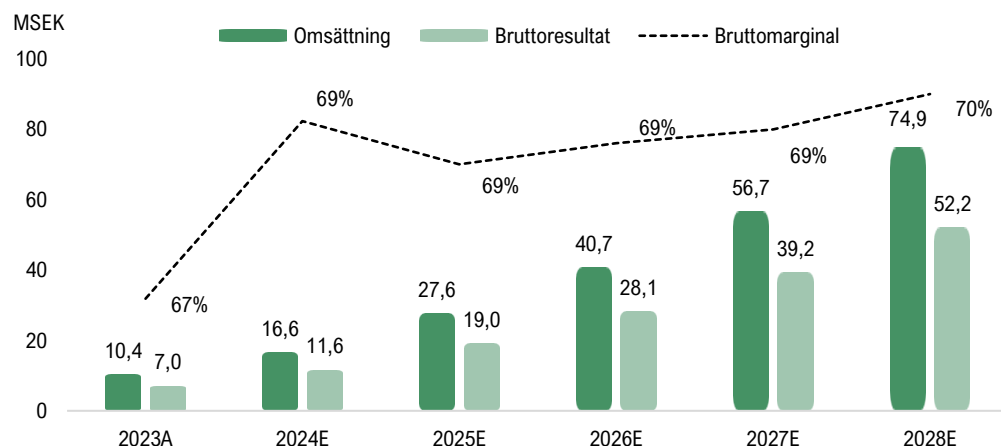
Källa: Analyst Groups prognoser

Bruttokostnader 2024-2028: Core Business

Nosa Plugs har ett finansiellt mål avseende bruttomarginalen om minst 65 %, vilket Bolaget har överträffat under nästan samtliga kvartal sedan noteringen. Bruttomarginalen har påverkats positivt av valutaeffekter genom en svag svensk krona, då en relativt hög andel av försäljningen (ca 70 %) sker i utländsk valuta, främst Euro och amerikansk dollar. I andra vågskålen finns produktionskapaciteten, där Nosa Plugs har investerat i en ny produktionslina som stod klar under Q4-24. Dessförinnan genomfördes produktionen i treskift, alltså dygnet runt, vilket hade en negativ inverkan. Att den nya produktionslinan nu är på plats förväntas få en positiv inverkan på bruttomarginalen framgent. Analyst Group estimerar en stabil bruttomarginal om ca 70 % under prognosperioden, vilken stiger något över tid genom skalfördelar. Exempelvis har Bolaget viss personal på plats under produktionen, vilket redovisas under bruttokostnader, en kostnad som estimeras minska som andel av omsättningen under kommande år.

Bruttomarginalen väntas vara stabil under prognosperioden, om än något stigande.

Estimerad omsättning, bruttokostnader och bruttomarginal, 2023-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

Rörelsekostnader 2024-2028: Core Business

Nosa Plugs har en relativt liten organisation med ca 10 anställda, där ett antal konsulter antas stärka upp organisationen. Då produkterna säljs via distributörer har Bolaget ingen större egen säljstyrka, även om det finns säljare i organisationen för att understödja distributörernas arbete. Under prognosperioden estimeras personalstyrkan behöva stärkas i takt med Bolagets tillväxt. Sammantaget estimeras personalstyrkan växa från 10 vid utgången av år 2024 till 20 vid utgången av år 2028, vilket medför att personalkostnaderna ökar från ca 6,9 MSEK år 2024 till ca 16 MSEK år 2028.

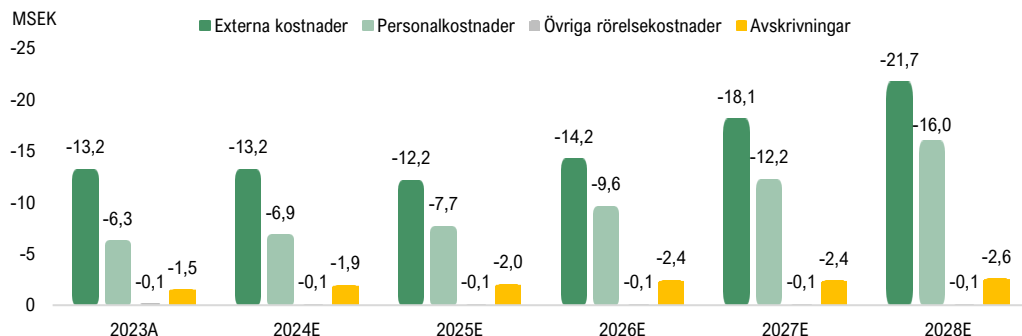
De externa kostnaderna antas primärt vara hänförliga till sälj- och marknadsföringsaktiviteter, legala kostnader och overheadkostnader såsom IT och kontor. I takt med den estimerade försäljningstillväxten förväntas Nosa Plugs även öka satsningarna på marknadsföring, vilket historiskt har inkluderat samarbeten med influencers och utställningar på relevanta mässor, något som väntas fortsätta i en accelererande takt framgent. Som andel av omsättningen estimeras de externa kostnaderna minska från ca 80 % år 2024 till ca 29 % år 2028, vilket banar väg för en stigande lönsamhet under prognosperioden.

När det gäller capex-investeringar och de medföljande avskrivningarna har dessa under de senaste åren primärt varit hänförliga till produktutveckling och produktionskapacitet. Under Q4-24 färdigställdes en ny produktionslina som medför en utökad kapacitet och bedöms räcka för att möta efterfrågan under de kommande åren. Givet den höga estimerade efterfrågan och försäljningstillväxten estimerar Analyst Group dock att ytterligare investeringar i produktionskapacitet kommer att behövas under år 2026 för att möta efterfrågan. Historiskt har Nosa Plugs investeringsbehov varit relativt lågt i absoluta tal, och därför estimerar vi inga höga investeringskostnader som andel av omsättningen, i genomsnitt 3,7 % under prognosperioden. Det låga investeringsbehovet inom Core Business de kommande åren förväntas medföra en god kassakonvertering under prognosperioden.

ESTIMERAD
STIGANDE
LÖNSAMHET

Rörelsekostnaderna förväntas växa i takt med expansionen, däremot i en långsammare takt än omsättningen.

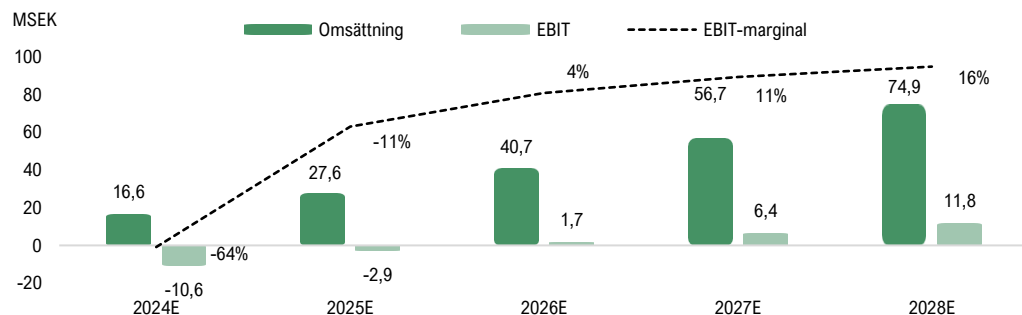
Estimerade rörelsekostnader, 2023-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

Nosa Plugs förväntas genomföra fortsatta satsningar på tillväxt, varför en högre lönsamhet estimeras nås först i slutet av prognosperioden.

Estimerad omsättning, EBIT-resultat och EBIT-marginal, 2024E-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

Finansiell Prognos: Drug Delivery

**25 MILJONER
PERSONER
ESTIMERAS
KUNNA
ADRESSERAS**

Finansiell prognos: Drug Delivery

Uppskattningsvis finns ca 50 miljoner personer globalt som lider av epilepsi, varav 80 % lever i låg- och medelinkomstländer enligt WHO, av dessa får mellan 50-75 % inte den behandling de behöver, vilket kan hänföras till begränsad tillgång på läkemedel, brist på utbildad sjukvårdspersonal och stigma kopplat till sjukdomen. Nosa Plugs antas kunna adressera ca 50 % av det totala antalet personer som lider av epilepsi, vilket utgörs av de som beräknas erhålla rätt behandling, motsvarande 25 miljoner personer. Av dessa estimeras Nosa Plugs nå en marknadsandel om 1,5 % av personerna på sikt, där försäljningen estimeras starta år 2029, vilken baseras på utvecklingstiden för andra liknande processer. Detta anses rimligt givet fördelarna, bland annat genom att läkemedlet frisläpps såväl snabbt som över längre tid, har mindre påverkan på lever och andra organ samt fungerar för personer som är spruträdda eller inte kan svälja tabletter.

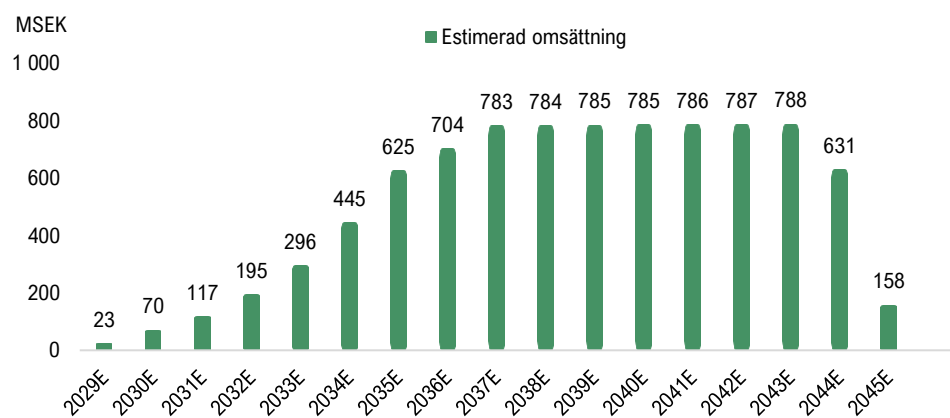
Vidare estimeras en konservativ intäkt per plugg om 6 kr, vilket kan jämföras med intäkten per plugg för Odor Control, som enligt Analyst Group uppskattas uppgå till ca 4 kr. Patienterna förväntas i genomsnitt använda ca en plugg per dag, vilket kan jämföras med tabletter som tas i förbyggande syfte, vilka ofta tas dagligen. Vissa personer antas behöva fler pluggar per dag medan de som använder pluggarna vid akuta besvär antas behöva färre pluggar per år, varför ett genomsnitt om ca en plugg per dag ses som rimligt. Baserat på dessa antaganden estimeras detta medföra potentiella årliga intäkter om ca 800 MSEK vid *peak market share*. Det inlämnade patentet gäller i 20 år, därmed förväntas försäljningen minska från år 2044. Däremot kvarstår flera steg innan en färdig produkt kan kommersialiseras, vilket oftast är en lång och utmanande process med flera osäkerhetsfaktorer, varför vi i vår värdering har riskjusterat de estimerade kassaflödena från Drug Delivery (se s. 13).

**TVÅ MÖJLIGA
AFFÄRS-
MODELLER**

Vi ser två möjliga affärsmodeller kopplat till Drug Delivery, en licensbaserad modell med royaltyintäkter samt en modell som är liknande den Bolaget har för Core Business idag, d.v.s. att Nosa Plugs genomför tillverkningen av produkten medan ett läkemedelsbolag genomför sälj- och marknadsinsatser, likt Bolagets distributörer gör inom Core Business idag. I våra prognoser för Drug Delivery utgår vi från den sistnämnda modellen, således estimerar Analyst Group en liknande bruttomarginal som för Core Business om ca 70 %. Nedan följer en sammanställning av de estimerade intäkterna baserat på ovan nämnda antaganden.

Försäljningsstart estimeras år 2029, med stark tillväxt därefter tills att *peak market share* nås.

Estimerade intäkter, Drug Delivery 2029E-2045E



Källa: Analyst Groups prognoser

Värdering: Core Business

Värderingen av Nosa Plugs Core Business, d.v.s. de produkter som är tillgängliga för försäljning idag, utgår från en relativvärdering där en jämförelse med andra svenska medicintekniska bolag i liknande storlek som Nosa Plugs genomförs. Givet Bolagets unika produktportfölj så finns svårigheter med att finna jämförelsebolag med liknande produkter eller adresserbar marknad och därmed tillväxtutsikter, varför ett bredare urval av medicintekniska bolag har genomförts för att belysa hur marknaden värderar sektorn. I tabellen nedan finns en jämförelse mellan Nosa Plugs och valda peer-bolag sett till storlek, finansiell ställning, tillväxt och lönsamhet. Värt att notera är att Nosa Plugs estimerat endast härrör Core Business.

Nyckeltal	Market Cap	Enterprise Value	Soliditet	Omsättningstillväxt	Bruttomarginal	EBIT-marginal	EBIT-marginal	EV/S	EV/S	EV/S
Källa: TIKR	MSEK	MSEK		CAGR 2023-2026E	2026E	2024E	2026E	2024E	2025E	2026E
Bactiguard	1 297	1 426	49%	8%	91%	-17%	14%	5,9	5,8	5,1
Iconovo	123	115	87%	156%	66%	-60%	2%	3,4	1,5	1,0
Devysyer	1 937	1 827	75%	35%	85%	-33%	16%	8,4	5,8	4,4
Senzime	799	772	80%	98%	67%	-188%	0%	11,7	5,2	2,8
Mentice	690	648	48%	16%	86%	-4%	10%	2,2	1,8	1,5
BrainCool	333	292	92%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ortoma	315	281	94%	50%	71%	-9%	0%	5,4	2,4	2,2
Synthetic MR	268	252	81%	10%	n.a.	-11%	24%	3,8	2,7	2,1
Redsence Medical	115	99	88%	n.a.	n.a.	-20%	n.a.	4,0	2,8	n.a.
SciBase Holding	94	84	68%	47%	70%	-197%	8%	2,9	1,9	1,1
Medelvärde	597	579	76%	53%	76%	-60%	9%	5,3	3,3	2,5
Median	324	286	81%	41%	71%	-20%	9%	4,0	2,7	2,1
<i>Nosa Plugs</i>	<i>195</i>	<i>186</i>	<i>82%</i>	<i>58%</i>	<i>69%</i>	<i>-64%</i>	<i>4%</i>	<i>11,2</i>	<i>6,7</i>	<i>4,6</i>

Då Nosa Plugs under de kommande åren förväntas fortsätta ta tillvara på befintliga tillväxtpotentialer och därmed inte väntas prioritera högsta möjliga lönsamhet, i kombination med att vissa jämförelsebolag ännu ej är lönsamma, utgår relativvärderingen från försäljningen, varför en EV/S-multipel appliceras på 2026 års estimerade försäljning. Sett till jämförelsebolagen så uppgår medianmultipeln för jämförelsebolagen till EV/S 2,1x på 2026 års estimerade försäljning men det finns skillnader mellan bolagen och Nosa Plugs som bör tas i beaktning.

Nosa Plugs vs peers

Nosa Plugs har ett något **lägre** Market Cap än jämförelsebolagen

Nosa Plugs har en **liknande** skuldsättning som jämförelsebolagen

Nosa Plugs förväntas uppvisa en **högre** omsättningstillväxt än jämförelsebolagen

Nosa Plugs förväntas uppvisa en **liknande** lönsamhet som jämförelsebolagen

0,58 KR
PER AKTIE FÖR
CORE BUSINESS

Beträffande storlek så är Nosa Plugs i en liknande storlek som peer-bolagen, om än något mindre, samtidigt som soliditeten precis som för jämförelsebolagen uppgår till ca 80 %, vilket indikerar en relativt låg skuldsättning. Tillväxtmässigt förväntas en stark försäljningstillväxt under de kommande åren för Nosa Plugs, motsvarande 58 % CAGR mellan åren 2023-2026, vilket är snabbare än medianen för jämförelsebolagen om 41 % och således bör motivera en värderingspremie enligt Analyst Group. Sett till lönsamhet så förväntas Nosa Plugs uppvisa en liknande bruttomarginal men en något lägre EBIT-marginal år 2026. Vi förväntar oss att Bolaget under de kommande åren kommer genomföra tillväxtsatsningar för att tillvarata den förväntade höga efterfrågan, varför en högre lönsamhet estimeras först i ett senare skede.

Ytterligare ett perspektiv som bör belysas i värderingen enligt Analyst Group är Nosa Plugs affärsmodell, vilken till stor del kan argumenteras innehålla återkommande intäkter. Speciellt inom Odor Control, vilket beräknas utgöra ca 80 % av Bolagets totala försäljning, antas Nosa Plugs ha en hög andel återkommande kunder som fortsätter att köpa näspluggarna, d.v.s. de återkommande intäkterna förväntas vara stabila med en låg s.k. *churn*. För att påvisa värderingspotentialen givet de återkommande intäkterna återges i appendix på s. 19 en peer-tabell med nordiska SaaS-bolag som har en hög grad av återkommande intäkter, för vilka medianen avseende EV/S-multipeln LTM uppgår till 3,7x. Återkommande intäkter med en låg churn anses ligga till grund för en hållbar tillväxttakt framgent, vilket enligt Analyst Group motiverar en högre multipel.

Mot bakgrund av ovan resonemang anser Analyst Group att Nosa Plugs bör värderas till en EV/S-multipel något högre än peer-gruppen, givet den högre tillväxten och de återkommande intäkterna, varför en EV/S-multipel om 3,5x har applicerats. Detta ger, givet 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 41 MSEK, ett Enterprise Value om ca 142 MSEK och med en tillämpad diskonteringsränta om 12 % ger det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,58 kr för Core business i ett Base scenario.

50 LÄKEMEDEL
HAR
IDENTIFIERATS
SOM
INTRESSANTA

Värdering: Drug Delivery

För att värdera Nosa Plugs pågående utvecklingsprojekt, Drug Delivery, har en rNPV-modell tillämpats, där de framtida estimerade kassaflödena har diskonterats till nuvärde samt justerats för risken i pågående regulatorisk utveckling. Nosa Plugs har identifierat över 50 generiska läkemedel som potentiellt är mer effektiva att avgas via Bolagets teknologiplattform jämfört med andra leveransmetoder inom några av världens största terapiområden, däribland behandling mot epilepsi, alzheimer, drogavvänjning och antidoter. Analyst Group har i värderingen av Drug Delivery antagit en konservativ ansats och endast gjort en värdering på ett av dessa behandlingsområden, epilepsi. Analyst Group uppskattar sannolikheten för marknadsgodkännande, d.v.s. sannolikheten för att produkten framgångsrikt kan lanseras, även känd som *Likelihood of Approval* (LoA), till ca 25 %, vilken tar hänsyn till de risker som kvarstår före en kommersialisering, primärt kopplat till kliniska studier som sannolikt behöver genomföras. LoA:n kan jämföras med läkemedelsbolag vid kliniska studier där den ackumulerade sannolikheten i de olika faserna enligt en studie av Paul et al. (2010) framgår i tabellen nedan.

	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval
LoA	8%	12%	22%	64%	91%

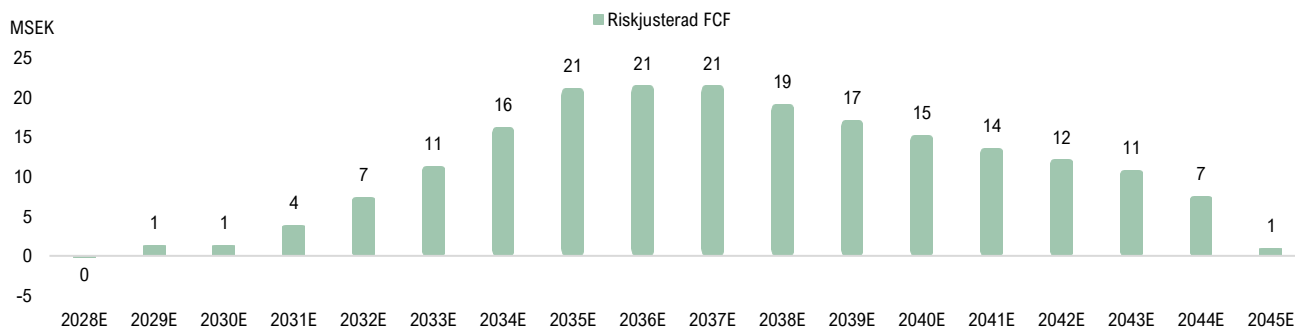
En LoA om 25 % speglar således en något högre sannolikhet att lyckas jämfört med ett läkemedelsbolag som genomför en Fas II-studie. För läkemedelsbolag sker oftast de första kliniska testerna i Fas I, vilket är nästa steg för Nosa Plugs. Däremot avser Bolagets kliniska studie inte en ny läkemedelssubstans utan endast distributionsmetoden med Bolagets näspluggar, vilket enligt Analyst Group antas öka LoA, varför en LoA om 25 % ändå anses vara konservativt.

Baserat på de antaganden som redogörs i prognosavsnittet har de framtida fria kassaflödena estimerats, vilka sedan riskjusteras med en LoA om 25 %. Vidare har en diskonteringsränta om 12 % antagits, vilken återspeglar avkastningskravet och de risker i Bolaget som inte är relaterade till marknadsgodkännande. Dessa risker är främst relaterade till Bolagets storlek och risken i affärsmodellen med partners, som innebär att lyckosam försäljning är beroende av externa tredjeparter. Baserat på Analyst Groups antaganden uppgår summan av samtliga nuvärdesberäknade fria kassaflöden till ca 197 MSEK. Givet detta och antalet utestående aktier härleds således ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,94 kr för Drug Delivery. Nedan följer en summering av våra nuvärdesberäknade, riskjusterade estimerade kassaflöden.

0,94 KR
PER AKTIE FÖR
DRUG DELIVERY

De riskjusterade estimerade kassaflödena har ett nuvärde om ca 197 MSEK, motsvarande ett värde per aktie om ca 0,94 kr.

Riskjusterade fria kassaflöden samt diskonterade riskjusterade fria kassaflöden, Base scenario 2028E-2045E



Källa: Analyst Group

Sammantaget speglar den konservativa ansats i vår värdering av Drug Delivery bl.a. genom att endast ett behandlingsområde inkluderas, en lång *launch curve* samt en konservativt antagen LoA den höga potentialen, samtidigt som stora delar av processen och osäkerhet kvarstår till dess att en produkt kan finnas tillgänglig för kommersialisering, vilket bidrar till osäkerhet i kassaflödena, vilka även förväntas uppkomma långt in i framtiden.

Värdering: sammanfattning

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering, där den härledda värderingen av Core Business om 0,58 kr per aktie samt Drug Delivery om 0,94 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,52 kr i ett Base scenario.

1,52 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

Bull scenario

I ett Bull scenario accelererar den geografiska expansionen av primärt Odor Control och Smell Training under kommande år, vilket bidrar till en högre omsättningstillväxt än i ett Base scenario. En ökad marknadspenetrering i stora europeiska marknader såsom Frankrike och UK bidrar till tillväxten, samtidigt som även de marknader där Nosa Plugs idag har en stor del av försäljningen, såsom Sverige och Tyskland, fortsätter att växa och nå en högre penetrationsgrad genom såväl återkommande som nya kunder. Vidare ses även en ökad satsning på tillväxt på den amerikanska marknaden som en potentiell värde drivare i ett Bull scenario, en marknad där Nosa Plugs har försäljning men som Analyst Group bedömer är lägre prioriterad i dagsläget, samtidigt som marknaden bedöms besitta en hög potential.

Sammantaget bedöms ovan faktorer bidra till en fortsatt stark omsättningstillväxt under kommande år, vilket bidrar till att Core Business estimeras växa med en CAGR om 52 % under åren 2024-2028, för att år 2028 uppvisa en omsättning om 94 MSEK. En hög omsättningstillväxt i kombination med en något stigande bruttomarginal överstigande 70 % och en kostnadsbas som estimeras växa i en långsammare takt än försäljningen, förväntas bidra till en starkt lönsamhet, motsvarande en EBIT-marginal om 22 % år 2028.

I ett Bull scenario förväntas Nosa Plugs värderas upp av marknaden givet intäkternas återkommande karaktär primärt avseende Odor Control, samt den högre estimerade tillväxten. Givet en applicerad EV/S-multipel om 4,2x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 51 MSEK ger det ett Enterprise Value om ca 216 MSEK. Med en tillämplad diskonteringsränta om 12 % medför det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,86 kr för Core Business i ett Bull scenario.

Sett till Drug Delivery så värderas även i ett Bull scenario endast ett potentiellt behandlingsområde, epilepsi. Jämfört med i ett Base scenario estimeras en högre uppnådd marknadsandel, ett något högre pris per plugg samt högre LoA (*Likelihood of Approval*), vilket medför ett härlett potentiellt nuvärde per aktie om 1,49 kr genom en rNPV-modell.

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering, där den härledda värderingen av Core Business om 0,86 kr per aktie samt Drug Delivery om 1,49 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 2,35 kr i ett Bull scenario.

Bear scenario

I ett Bear scenario hämmas försäljningsutvecklingen av svårigheter att attrahera nya kunder i Europa, framförallt sjukhus förväntas vara svåråtkomliga och nya listningar samt upphandlingar dröjer därmed. Befintliga kunder förväntas bidra med återkommande intäkter men antalet nya användare av produkterna förväntas växa i en långsammare takt än i ett Base scenario. I ett Bear scenario estimeras en omsättningstillväxt motsvarande en CAGR om 18 % under åren 2024-2028, vilket medför en omsättning om ca 30 MSEK år 2028.

Den lägre omsättningstillväxten, i kombination med en lägre estimerad bruttomarginal givet att valutamedvinden avtar, medför att Nosa Plugs får svårigheter att upprätthålla ett positivt kassaflöde och samtidigt fortsätta att växa, varför extern kapitalanskaffning inte kan uteslutas.

I ett Bear scenario appliceras en EV/S-multipel om 2x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 24 MSEK, vilket ger ett Enterprise Value om ca 47 MSEK. Med en tillämplad diskonteringsränta om 12 % medför det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,22 kr för Core Business i ett Bear scenario. För Drug Delivery appliceras en något lägre uppnådd marknadsandel, en lägre intäkt per plugg samt lägre LoA (*Likelihood of Approval*), vilket medför ett härlett potentiellt nuvärde per aktie om 0,24 kr genom en rNPV-modell.

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering, där den härledda värderingen av Core Business om 0,22 kr per aktie samt Drug Delivery om 0,24 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 0,46 kr i ett Bear scenario.

Bull scenario

Core Business

0,86 kr

Drug Delivery

1,49 kr

SOTP, nuvärde per aktie
2,35 kr

Bear scenario

Core Business

0,22 kr

Drug Delivery

0,24 kr

SOTP, nuvärde per aktie
0,46 kr



Adrian Liljefors, VD

Adrian har arbetat på Nosa Plugs sedan år 2015 och tidigare erfarenheter inkluderar att han är grundare och tidigare VD för Studiepoolen, vilka under år 2015 köptes upp av My Academy. Adrian innehar en Bachelor of Science in Business Administration, Strategic management, från Lunds Universitet.

Aktieinnehav: Adrian äger 5 628 972 aktier (2,7 %) i Nosa Plugs.



Karin Nilsson, CFO

Karin har varit Nosa Plugs CFO sedan år 2023 och har en Civilekonomexamen från Lunds Universitet. Hon har lång erfarenhet som interim CFO för både noterade och onoterade bolag inom flera olika branscher. Innan detta var Karin revisor på E&Y men är sedan år 2008 auktoriserad redovisningskonsult med specialisering inom koncernredovisning, IFRS och kvalificerade redovisningsfrågor.

Aktieinnehav: Karin äger 0 aktier i Nosa Plugs.



Dan Josefsberg, Styrelseordförande

Dan är styrelseordförande sedan år 2023, där andra pågående uppdrag inkluderar ägare och styrelseledamot i Endaent Invest AB samt Partner i Mimir AB. Dan har en Civilekonomexamen från Lunds Universitet.

Aktieinnehav: Dan äger 291 209 aktier (0,1 %) i Nosa Plugs.



Anders Håkansson, Styrelseledamot

Anders är styrelseledamot sedan år 2023 och har flera andra pågående styrelseuppdrag såsom Styrelseordförande i Loer AB, Loer Nybro AB, Evolan Pharma AB samt Styrelseledamot i Stockbo AB, Evolan Medic AB, EnCap Development AB. Anders är legitimerad sjuksköterska med examen från Mittuniversitet.

Aktieinnehav: Anders äger 2 405 710 aktier (1,1 %) i Nosa Plugs genom Loer AB.



Dan Magnell, Styrelseledamot

Dan är styrelseledamot sedan år 2023 och har flera andra pågående styrelseuppdrag såsom Styrelseordförande i Pond Design AB, Pond Labs AB, LBA Maskin & Handel Aktiebolag och Sthlm HC AB, J Ben L Holding AB samt J Ben L International AB. Styrelseledamot i Upptec AB, 360Player AB samt Tilla Care Ltd. Dan är Marknadsekonom med utbildning från Linnéuniversitetet.

Aktieinnehav: Dan äger 4 474 648 aktier (2,1 %) i Nosa Plugs genom Pond Labs AB samt Lba Maskin & Handel AB.



Johan Prom, Styrelseledamot

Johan är styrelseledamot sedan år 2023 och har flera andra pågående uppdrag såsom Johan Prom konsult- och investeringsaktiebolag, Publit Sweden AB, Cactus AB, Johan Prom AB samt att han är Extern firmatecknare SBAB Bank AB (publ). Johan innehar en MSc i Business Administration från Handelshögskolan i Stockholm.

Aktieinnehav: Johan äger 2 253 473 aktier (1,1 %) i Nosa Plugs.



Susanna Francke Rodau, Styrelseledamot

Susanna är styrelseledamot sedan år 2023 och andra pågående uppdrag inkluderar Senior Vice President, Head of Business Line Neuro Solutions i Elekta samt adjungerad styrelseledamot i Groschinskys Minnesfond. Susanna har en MSc i Financial Management från Handelshögskolan i Stockholm.

Aktieinnehav: Susanna äger 320 000 aktier (0,2 %) i Nosa Plugs.

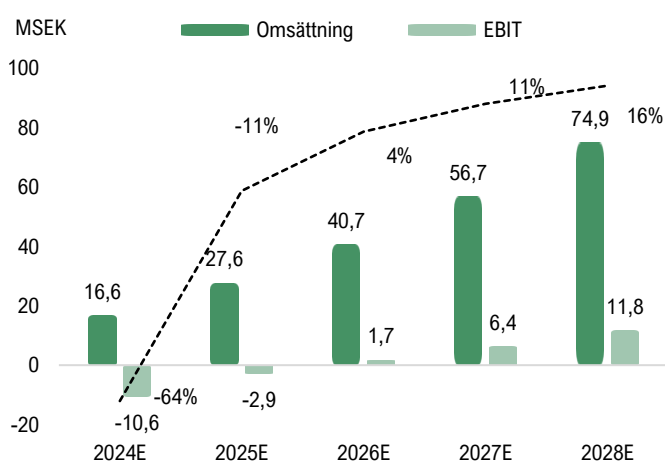
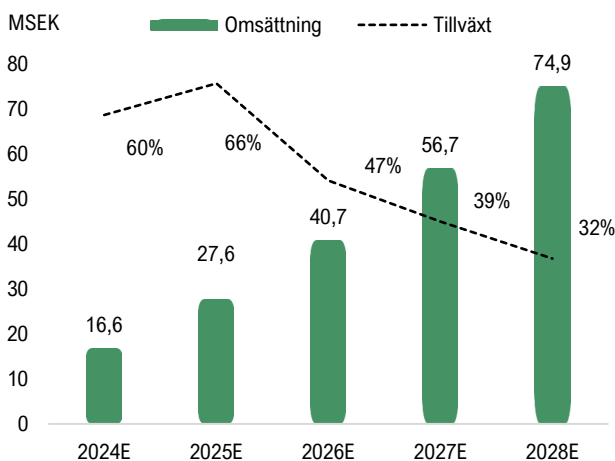


Tomas Ludvigsson, Styrelseledamot

Tomas är styrelseledamot sedan år 2023 och andra pågående uppdrag inkluderar delägare och styrelseordförande i Medhouse AB, ägare och styrelseledamot i Ludvigsson & Partner AB samt Styrelseledamot i Rippler Communication AB och Jeppe i Stolen AB. Tomas har en kandidatexamen i marknadsföring och ekonomi från Lunds universitet.

Aktieinnehav: Tomas äger 636 215 aktier (0,3 %) i Nosa Plugs.

Base scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,6	27,6	40,7	56,7	74,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,7	27,7	40,8	56,8	75,0
Handelsvaror	-3,5	-5,2	-8,7	-12,7	-17,6	-22,8
Bruttoresultat	7,0	11,5	19,0	28,1	39,2	52,2
Bruttomarginal (adj.)	67%	69%	69%	69%	69%	70%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,2	-12,2	-14,2	-18,1	-21,7
Personalkostnader	-6,3	-6,9	-7,7	-9,6	-12,2	-16,0
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Jämförelsestörande poster	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-45,1	-8,6	-0,9	4,1	8,7	14,3
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-52%	-4%	10%	15%	19%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,0	-2,4	-2,4	-2,6
EBIT	-46,5	-10,6	-2,9	1,7	6,4	11,8
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-11%	4%	11%	16%
Finansiella intäkter	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
EBT	-46,6	-10,7	-3,1	1,6	6,2	11,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,3	-2,4
Nettoresultat	-46,6	-10,7	-3,1	1,3	4,9	9,3
Nettomarginal (adj.)	-449%	-65%	-12%	3%	9%	12%



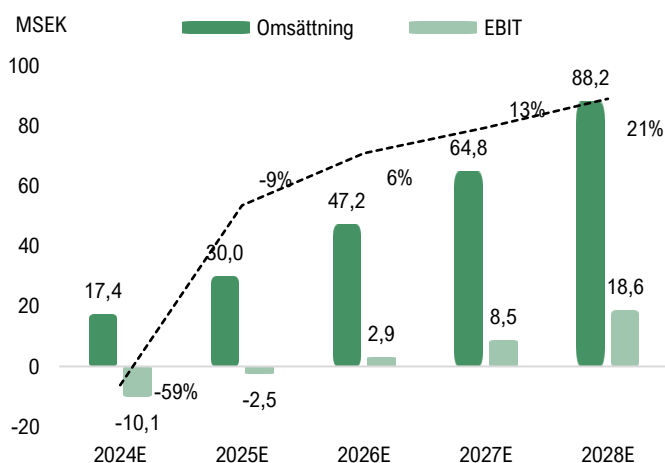
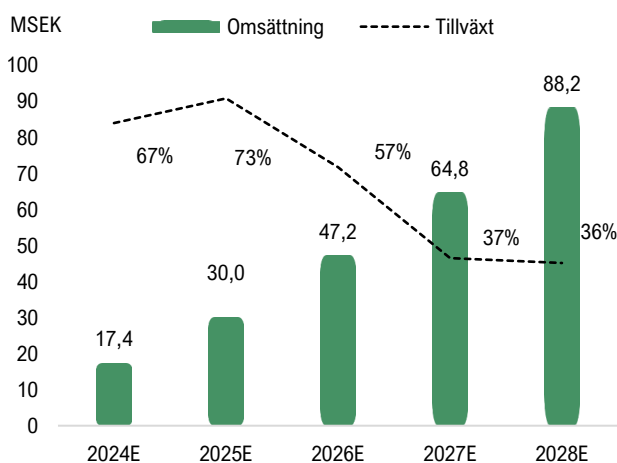
Balansräkning (Base scenario MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Tillgångar						
Balanserade utgifter för utvecklingskostnader	0,9	0,9	0,7	0,5	0,2	0,0
Patent, varumärken samt liknande rättigheter	0,8	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
Materiella anläggningstillgångar	2,2	2,7	1,9	2,8	1,8	2,2
Nyttjanderättstillgångar	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Andra långfristiga fordringar	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Summa anläggningstillgångar	5,2	6,0	4,8	5,2	3,8	3,8
Varulager	2,6	1,4	2,1	2,8	3,9	5,0
Kundfordringar	2,3	3,2	5,1	7,2	8,2	12,3
Övriga fordringar	1,7	1,3	1,7	2,0	2,3	2,2
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	20,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassa	1,2	8,6	5,7	4,6	10,2	15,8
Summa omsättningstillgångar	27,9	14,5	14,6	16,7	24,6	35,3
Summa tillgångar	33,1	20,5	19,3	21,9	28,3	39,1
Eget kapital & skulder						
Aktiekapital	10,4	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Pågående nyemission	17,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrigt tillskjutet kapital	92,2	109,7	109,7	109,7	109,7	109,7
Omräkningsreserv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balanserat resultat	-93,3	-104,0	-107,1	-105,8	-100,9	-91,6
Summa eget kapital	26,8	16,2	13,1	14,3	19,3	28,5
Skulder till kreditinstitut	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,5
Leasingskulder	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Summa långfristiga skulder	1,0	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0
Skulder till kreditinstitut	0,5	0,4	0,7	0,6	0,6	0,5
Leasingskulder	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Leverantörsskulder	3,1	1,4	2,3	3,3	4,4	5,6
Övriga skulder	1,3	1,2	1,7	2,0	2,6	3,0
Summa kortfristiga skulder	5,3	3,5	5,1	6,4	8,0	9,6
Summa eget kapital & skulder	33,1	20,5	19,3	21,9	28,3	39,1

Kassaflödesanalys (Base scenario MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Resultat efter finansiella poster	-46,6	-10,7	-3,1	1,6	6,2	11,7
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet	33,9	1,9	2,0	2,4	2,4	2,6
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,3	-2,4
Kassaflöde från löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital	-12,7	-8,7	-1,0	3,7	7,3	11,8
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	-4,8	-1,2	-1,5	-1,8	-0,6	-3,6
Kassaflöde från löpande verksamheten	-17,5	-9,9	-2,6	1,8	6,7	8,2
Kassaflöde från investeringsverksamheten	14,6	-2,8	-0,8	-2,8	-1,0	-2,6
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	1,6	20,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoökning (minskning) i likvida medel	-1,3	7,4	-2,9	-1,1	5,6	5,5

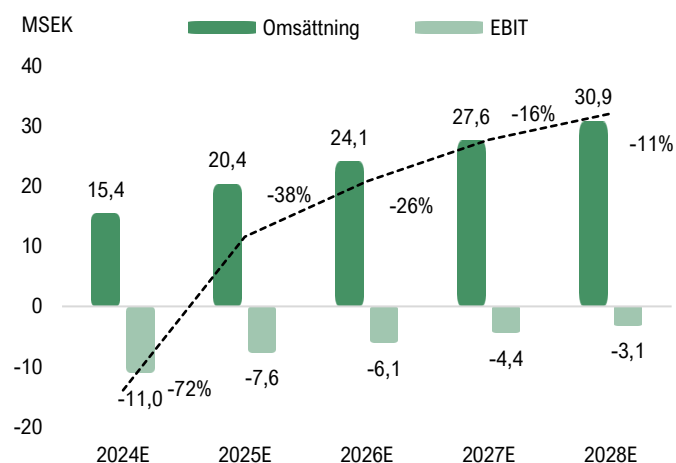
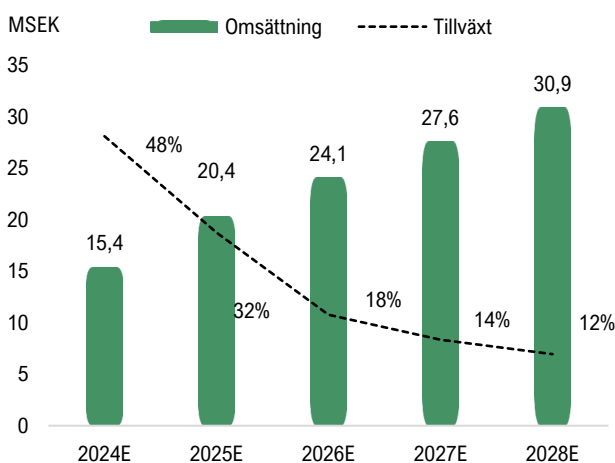
Peer-tabell nordiska SaaS-bolag

Nyckeltal	Market Cap	Enterprise Value	Omsättnings-tillväxt	Andel ARR	Bruttomarginal	EBITDA-marginal	Omsättnings-tillväxt	EV/S	EV/S
Nordiska SaaS-bolag	MSEK	MSEK	LTM	LTM	LTM	LTM	2026E	LTM	2026E
Carasent	1 490	1 172	13%	99%	84%	23%	14%	4,5	2,9
Admicom	239	233	3%	97%	95%	36%	n.a.	0,6	n.a.
Lime	4 603	4 845	18%	71%	43%	31%	14%	7,4	5,4
Upsales	552	522	0%	95%	67%	25%	18%	3,6	2,6
Formpipe Software	1 393	1 393	2%	82%	46%	20%	10%	2,7	2,2
Opter	735	707	16%	95%	50%	25%	n.a.	8,1	n.a.
Impero	216	193	30%	100%	65%	-24%	n.a.	3,7	n.a.
Medelvärde	1 318	1 295	12%	91%	64%	19%	14%	4,4	3,3
Median	735	707	13%	95%	65%	25%	14%	3,7	2,7
<i>Nosa Plugs</i>	<i>195</i>	<i>186</i>	<i>71%</i>	<i>n.a.</i>	<i>68%</i>	<i>-76%</i>	<i>47%</i>	<i>12,4</i>	<i>4,6</i>

Bull scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	17,4	30,0	47,2	64,8	88,2
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	17,5	30,1	47,3	64,9	88,3
Handelsvaror	-3,5	-5,2	-9,2	-14,2	-19,1	-25,6
Bruttoresultat	7,0	12,3	21,0	33,2	45,8	62,7
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	70%	70%	71%	71%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,7	-12,3	-17,0	-21,4	-24,7
Personalkostnader	-6,3	-6,6	-9,0	-10,8	-13,4	-16,8
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Jämförelsestörande poster	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-45,1	-8,1	-0,4	5,3	10,9	21,1
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-47%	-2%	11%	17%	24%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,0	-2,4	-2,4	-2,6
EBIT	-46,5	-10,1	-2,5	2,9	8,5	18,6
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-59%	-9%	6%	13%	21%
Finansiella intäkter	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
EBT	-46,6	-10,2	-2,7	2,7	8,4	18,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,7	-3,8
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-2,7	2,2	6,6	14,7
Nettomarginal (adj.)	-449%	-59%	-9%	4%	10%	16%



Bear scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	15,4	20,4	24,1	27,6	30,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	15,5	20,5	24,2	27,7	31,0
Handelsvaror	-3,5	-4,8	-6,5	-8,0	-9,4	-10,5
Bruttoresultat	7,0	10,7	13,9	16,3	18,3	20,5
Bruttomarginal (adj.)	67%	69%	68%	67%	66%	66%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,1	-12,0	-11,6	-11,9	-11,7
Personalkostnader	-6,3	-6,6	-7,4	-8,3	-8,4	-9,2
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Jämförelsestörande poster	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-45,1	-9,0	-5,6	-3,7	-2,0	-0,6
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-59%	-28%	-16%	-8%	-2%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,0	-2,4	-2,4	-2,6
EBIT	-46,5	-11,0	-7,6	-6,1	-4,4	-3,1
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-72%	-38%	-26%	-16%	-11%
Finansiella intäkter	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
EBT	-46,6	-11,1	-7,8	-6,2	-4,5	-3,3
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-46,6	-11,1	-7,8	-6,2	-4,5	-3,3
Nettomarginal (adj.)	-449%	-73%	-39%	-26%	-17%	-11%



Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 **Nosa Plugs AB** (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 2014-2025). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.