

Nosa Plugs (NOSA)

Expansionen fortsätter



Nosa Plugs AB ("Nosa Plugs" eller "Bolaget") är ett medicin-teknikbolag som har utvecklat intranasala andningsprodukter för bl.a. luktskydd och luktkräning, där Bolaget levererat en stark historisk tillväxt motsvarande 36 % CAGR åren 2019-2024. Genom en estimerad fortsatt hög tillväxttakt och ett positivt EBITDA-resultat från slutet av år 2025 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 1,45 kr (1,52) i ett Base scenario.

Starka drivare för fortsatt omsättningstillväxt

Under Q4-24 uppvisade Nosa Plugs en omsättning om 4,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 31 %, något lägre än vårt estimat om 5,3 MSEK. Vi ser flera viktiga tillväxt drivare under år 2025 genom geografisk expansion, bl.a. en uppskalning på den brittiska marknaden, där tidigare problem med distributören i landet nu är lösta. Vidare meddelade Nosa Plugs efter Q4-rapporten att ett avtal tecknats med en av Tysklands största distributörer mot ambulans- och akutvårdspersonal samt en första upphandling, där fler upphandlingar förväntas enligt Analyst Group. För år 2025 estimeras en omsättningstillväxt om 64 %, motsvarande en omsättning om 26,4 MSEK.

Uppdaterade finansiella mål

I samband med kapitalmarknadsdagen som hölls på rapportdagen meddelade Nosa Plugs uppdaterade finansiella mål, vilka stipulerade en fortsatt organisk årlig omsättningstillväxt om 50 %, att Bolaget ska vara lönsamma på EBITDA-nivå fr.o.m. Q4-25, vilket är i linje med våra estimat, samt att förvärv ska initieras som en del av tillväxtplanen.

Stabilt resultat men investeringar påverkade kassaflödet

Under Q4-24 uppgick EBITDA-resultatet till -1,9 MSEK, i linje med våra förväntningar, och kassan uppgick till 4,3 MSEK vid utgången av Q4-24, där investeringarna var något högre än väntat under kvartalet. Även om investeringstakten estimeras sjunka under år 2025 förväntas fortsatta tillväxtingsatsningar, varför behovet av externt kapital inte kan uteslutas. Analyst Group anser dock att investeringar i tillväxt är rätt prioritering givet Nosa Plugs starka försäljningsmomentum.

Små estimatförändringar

Efter Q4-rapporten gör vi mindre uppdateringar av våra estimat, där avvikelser på vårt estimat avseende omsättningen vägs upp av flera positiva nyheter för tillväxten inför år 2025. Utöver fortsatt tillväxt på nuvarande viktiga marknader och accelererad försäljning på marknader med stor potential såsom UK och Frankrike, har Nosa Plugs adderat en ny produkt till portföljen i form av nässprayen Nozoil. Givet en något förhöjd finansiell risk har vi höjt vår diskonteringsränta något, vilket medför ett något lägre värderingsintervall.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,44 kr

Base

1,45 kr

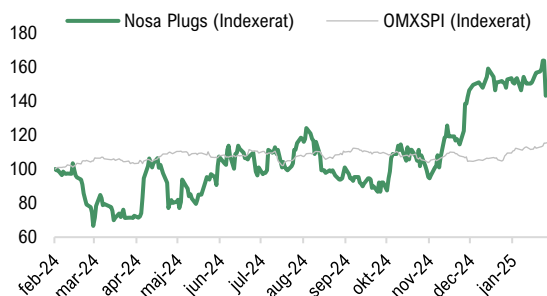
Bull

2,24 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-02-19)	0,90
Antal Aktier (st.)	210 181 054
Market Cap (MSEK)	189,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,0
Enterprise Value (MSEK)	185,2
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 1 2025	2025-05-15

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET 2025-02-19) = INSYNSPERSON

The OneLife Company S.A.	5,2 %
Gunneflo Life Science AB	3,5 %
Susanna Bergstrand	3,3 %
Dalecarlia Growth Fund	3,1 %
Per Arvid Stefan Sjöberg	3,0 %

PROGNOSER (MSEK)

	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	16,1	26,4	39,7	56,6
Bruttokostnader	-4,9	-7,8	-11,6	-16,1
Bruttoresultat	11,2	18,6	28,2	40,5
Bruttomarginal	70%	70%	71%	72%
Rörelsekostnader	-21,5	-22,4	-26,8	-35,3
EBIT	-10,3	-3,8	1,3	5,2
EBIT-marginal	-64%	-15%	3%	9%
P/S	11,8	7,2	4,8	3,3
EV/S	11,5	7,0	4,7	3,3
EV/EBITDA	-21,9	-107,5	49,2	20,5
EV/EBIT	-17,9	-48,7	118,4	32,8

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q4-rapport	4-5
Bolagsbeskrivning	6-7
Drug Delivery	8
Marknadsanalys	9
Finansiell prognos: Core Business	10-12
Finansiell prognos: Drug Delivery	13
Värdering	14-15
Bull & Bear	16
Ledning & Styrelse	17-18
Appendix	19-23
Disclaimer	24

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, ett lukträningskit samt en nässpray. 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 Nosa Drug Delivery, som syftar till att avge läkemedel via Nosa Plugs teknologiplattform, primärt via luktbluben. Nosa Plugs genomförde ett omvänt förvärv i mars år 2023 och är sedan dess noterat på First North.

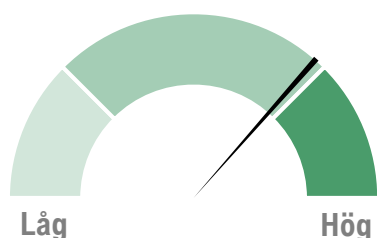
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Adrian Liljefors
Styrelseordförande	Dan Josefsberg

ANALYTIKER

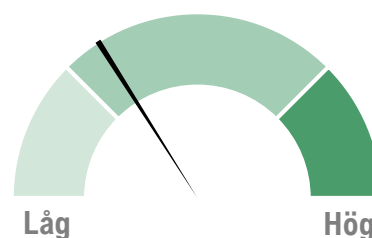
Namn	Axel Ljunghammer
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



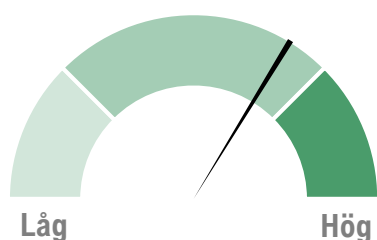
Nosa Plugs kan delas in i två ben: dels Core Business med befintliga produkter, dels Drug Delivery som är under utveckling, vilka båda utgör starka värde drivare. Core Business försäljning har vuxit starkt och förväntas fortsätta göra det genom ökad marknadsbearbetning på befintliga marknader såsom de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

Lönsamhet



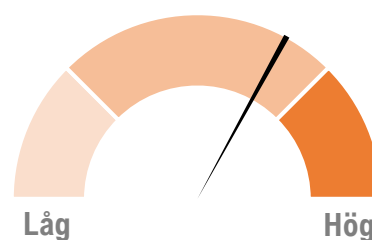
Nosa Plugs har en historik av negativa kassaflöden, då Bolaget historiskt har satsat på tillväxt och geografisk expansion, vilket initialt är kostsamt, i kombination med investeringar i produktionskapacitet och produktutveckling. Framgent förväntas ett större fokus ligga på att växa på nuvarande marknader 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 ännu högre betyg hade ett högre insiderägande varit önskvärt. Insiderägandet uppgår idag till totalt cirka 7,6 %.

Risk



Kassan uppgick vid utgången av Q4-24 till 4,3 MSEK, jämfört med 10 MSEK vid utgången av Q3-24. Bolagets investeringstakt estimeras minska under år 2025 genom att produktionskapaciteten nu har utökats för att möta den förväntade efterfrågan. Däremot, givet att fortsatta tillväxtingsatsningar förväntas och kassan vid utgången av december, kan extern kapitalanskaffning för att finansiera dessa tillväxtinitiativ inte uteslutas framgent.

Finansiella mål

Genomsnittlig organisk omsättningstillväxt om 50 % åren 2024-2026.

Lönsamhet på EBITDA-nivå fr.o.m. Q4-25.

Initiera tillväxt genom förvärv med initialt fokus på *nasal health*.

ÖVER 50
LÄKEMEDEL HAR
IDENTIFIERATS
SOM
INTRESSANTA

1,45 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

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 Odor Control anses inneha fördelar genom användarvänligheten gällande bekvämlighet, enkelhet och effektivitet. Detta valideras genom Bolagets starka tillväxt under de senaste åren, motsvarande en CAGR om 36 % mellan åren 2019-2024, 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 intäktbasen 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.

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 har lämnat in en internationell patentansökan för Drug Delivery och informerat 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 för Odor Control och Smell Training 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 48 % CAGR för Core Business under åren 2024-2028. Med en applicerad EV/S-multipel om 3,5x på 2026 års försäljning om 40 MSEK och en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % härleds ett nuvärde per aktie om 0,54 kr. Drug Delivery värderas genom en rNPV-modell på ett av de kommunicerade behandlingsområdena, epilepsi, varigenom ett nuvärde per aktie om 0,91 kr härleds. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds således ett sammantaget potentiell nuvärde per aktie om 1,45 kr i ett Base scenario.

Framtida försäljningsutveckling är till viss del beroende av externa parter

År 2024 bestod 79 % 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 till viss del gör Bolagets försäljning beroende av externa parter och kan hämma försäljningen. Vidare uppgick kassan till 4,3 MSEK vid utgången av Q4-24 och även om investeringstakten förväntas sjunka under år 2025 så estimeras fortsatta tillväxstsatsningar givet det försäljningsmomentum som Nosa Plugs innehar, något som medför att behovet av ytterligare extern finansiering inte kan uteslutas.

31 %
OMSÄTTNINGSS-
TILLVÄXT

Ytterligare ett försäljningsrekord

Under det fjärde kvartalet år 2024 uppgick Nosa Plugs omsättning till 4,8 MSEK (3,6), motsvarande en stark tillväxt om 31 %, dock något lägre än Analyst Groups estimat om 5,3 MSEK. Tillväxten drevs av såväl nya som befintliga vårdkunder samt utrollningen av Smell Training. Kvartalet blev således ännu ett rekordkvartal för Nosa Plugs avseende omsättning. Sett till helåret 2024 uppgick omsättningen till 16,1 MSEK (10,4) och växte därmed 55 %, vilket översteg Nosa Plugs mål om 50 %.

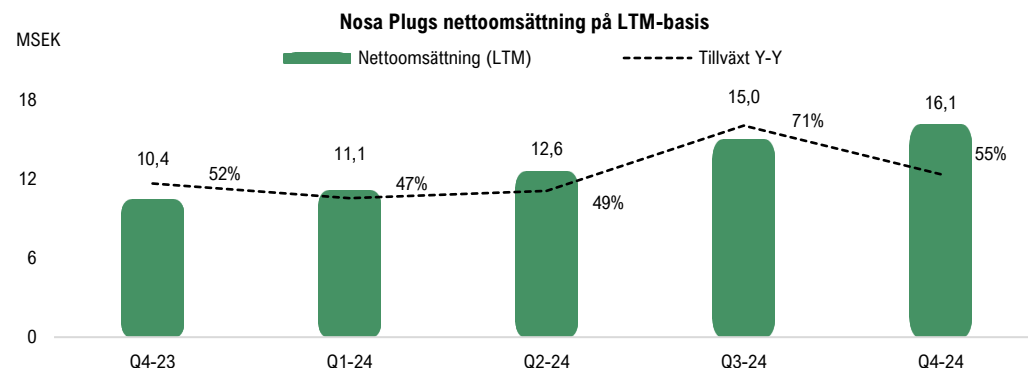
Avvikelsen mot vårt estimat antas primärt vara hänförlig till att en större uppföljningsorder till Australien blivit försenad p.g.a. att Australienska myndigheter har dröjt med ett godkännande. Därtill har tillväxten i Storbritannien till stor del uteblivit under kvartalet då distributören Mediq har konsoliderat flertalet bolag till att bli ett bolag, vilket har påverkat Nosa Plugs försäljning negativt. Vi har tidigare betonat vikten av att få produkter listade och upphandlade hos sjukhus för att driva tillväxt, där försäljningen i Danmark exempelvis har accelererat kraftigt sedan upphandlingen under sommaren år 2024. I Storbritannien blev Odor Control upphandlad av den brittiska sjukvårdsmyndigheten NHS i juni år 2024 och givet att distributörsproblemen nu förväntas vara lösta estimeras den brittiska marknaden bli en stark tillväxt drivare under år 2025.

VIDARE
PENETRATION AV
STORA
MARKNADER
FÖRVÄNTAS
DRIVA TILLVÄXT

I övrigt förväntas en fortsatt accelererad utrollning av Odor Control i stora delar av Europa, där produkten lanserades i Italien under kvartalet. Givet fördelarna som Odor Control anses inneha jämfört med konkurrerande produkter förväntas en fortsatt stark tillväxt av intäkterna, vilka är av återkommande karaktär, dels genom fortsatt försäljning på de idag största marknaderna Sverige och Tyskland, dels på marknader som idag står för en lägre del av försäljningen, där vi utöver Storbritannien ser hög potential i Frankrike där produkten under år 2024 blev listad.

Odor Control utgjorde 88 % av försäljningen under år 2024 och utgör därmed fortsatt Nosa Plugs viktigaste produkt, samtidigt som Smell Training utgjorde 9 %, trots att försäljningen primärt antas ha startats först under H2-24, varför vi anser att lanseringen varit stark. Produkten är tillgänglig på tre marknader, Sverige, Tyskland och Schweiz, där vi förväntar oss PR-satsningar i Tyskland under 2025 likt de som drivit framgångsrik försäljning i Sverige under H2-24.

Nosa Plugs har uppvisat en stark tillväxttakt under de senaste kvartalen.



Källa: Nosa Plugs

Stark bruttomarginal och minskade kostnader bidrog till ett resultat i linje med våra estimat

72,9 %
BRUTTO-
MARGINAL

Bruttomarginalen, justerad för övriga rörelseintäkter, uppgick till 72,9 %, vilket även det var rekordhög sedan Nosa Plugs börsnotering under år 2023 och högre än vårt estimat om 70 %, något som även var långt över Bolagets mål om över 65 %. Bruttomarginalen har utvecklats starkt under det senaste året, vilket primärt antas vara hänförligt till effektiviseringar i produktionen, där en ny produktionslina finns på plats sedan slutet av Q4-24.

Rörelsekostnaderna utvecklades stabilt under kvartalet och minskade med 23 % jämfört med Q4-23, vilket understryker Nosa Plugs nuvarande kostnadsmedvetenhet kopplade till målet om kassaflödespositivitet i slutet av Q1-25, även om kostnaderna under jämförelsekvartalet var onormalt höga till följd av bl.a. investeringar i produktutveckling. Sammantaget medförde den högre än väntade bruttomarginalen och lägre än estimerade kostnader till att Nosa Plugs resultat under kvartalet kom in i linje med våra förväntningar och att rörelseresultatet förbättrades till -2,3 MSEK (-5,0). På efterföljande sida följer en sammanställning över våra estimat i jämförelse med utfallet.

Utfall vs prognos (MSEK)	Q4-24E	Q4-24A	Diff
Nettoomsättning	5,3	4,8	-0,5
Övriga rörelseintäkter	0,0	-0,1	-0,1
Totala intäkter	5,3	4,6	-0,7
Råvaror och förnödenheter	-1,6	-1,3	0,3
Bruttoresultat	3,7	3,3	-0,4
Bruttomarginal (adj.)	70,0%	72,9%	
Övriga externa kostnader	-3,6	-3,4	0,2
Personalkostnader	-2,0	-1,9	0,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-1,9	-1,9	0,0
EBITDA-marginal (adj.)	-36%	-36%	
Avskrivningar	-0,6	-0,5	0,1
EBIT	-2,4	-2,3	0,1
EBIT-marginal (adj.)	-46%	-46%	
Finansiella kostnader	0,0	0,3	0,3
EBT	-2,5	-2,1	0,4
Skatt	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-2,5	-2,1	0,4
Nettomarginal (adj.)	-46%	-41%	

Lägre investeringstakt estimeras under kommande år

Nosa Plugs har under år 2024 genomfört flera investeringar för att säkerställa framtida tillväxt, bl.a. kopplat till Drug Delivery, där en patentansökan lämnades in i slutet av Q4-24, samt i produktionskapacitet där en ny produktionslina nu finns i bruk sedan slutet av Q4-24. Analyst Group estimerar att nuvarande produktionskapacitet kommer att vara tillräcklig för att möta den potentiellt växande efterfrågan under kommande år, därtill förväntas nästa steg inom Drug Delivery vara att teckna partnerskap med ett läkemedelsbolag, där ambitionen är att låta partnern finansiera kommande steg i processen.

Givet detta estimerar Analyst Group en minskad investeringstakt under år 2025, investeringarna för produktutveckling inom Drug Delivery uppgick till -1,6 MSEK under år 2025, samtidigt som kassaflödet från investeringsverksamheten under Q4-24 uppgick till -2,1 MSEK, vilket primärt antas vara hänförligt till den nya produktionskapaciteten. Givet dessa investeringar uppgick kassan till 4,3 MSEK vid utgången av Q4-24, en minskning från 10 MSEK vid utgången av Q3-24. Nosa Plugs har ett mål om kassaflödespositivitet vid utgången av Q1-25 men har även betonat att investeringar i framtida tillväxt kan prioriteras om det anses fördelaktigt, varför lönsamheten kan komma att fluktuera mellan kvartal. I ett sådant scenario och givet nuvarande kassa anser Analyst Group att det inte går att utesluta att det finns ytterligare behov för extern finansiering framgent. Vi anser dock att investeringar i tillväxt är rätt prioritering för ett bolag som Nosa Plugs med starkt försäljningsmomentum.

Sammantaget anser Analyst Group att Nosa Plugs levererade en stark rapport som i stort var i linje med våra förväntningar, även om förseningar i Australien och svagare utveckling än väntat i Storbritannien påverkade försäljningen något. Däremot var bruttomarginalen stark och i kombination med en stark kostnadskontroll uppnåddes våra förväntningar på resultatet. Vi ser goda förutsättningar att fortsätta tillväxtresan under år 2025, där satsningar på Odor Control och Smell Training förväntas bära frukt samt att en ny produkt i form av NOSA Nozoil har lanserats. Därtill ser vi fram emot uppdateringar gällande Drug Delivery under året.

4,3 MSEK
I KASSAN VID
UTGÅNGEN AV
Q4-24

**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 (Allergy Filter), ett lukträningskit (Smell Training) samt en nässpray (Nosa Nozoil). Därtill har Bolaget ytterligare en produktlinje under utveckling, Drug Delivery, som syftar till att använda Bolagets teknik för avgivande av läkemedel via näsan.

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. 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 88 % av försäljningen år 2024.

Smell Training – lukträningskit 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 luktränning medför ett signifikant förbättrat luktsinne. Genom att fler fullföljer behandlingen, vilket antas bero på det enkla och smidiga användandet som möjliggör passiv luktränning, 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.

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. 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 tekniken.

Nosa Nozoil – mjukgörande nässpray

Nozoil är en mjukgörande nässpray för personer med torra eller irriterade näslemhinnor. Den innehåller sesamolja, vilket smörjer och skyddar näsan från uttorkning efter exempelvis förkylningar, torr luft eller vid användande av andra nässprayer med avsvällande effekt. Nosa Plugs har tecknat ett exklusivt partneravtal med Pharmacure Healthcare International avseende rättigheterna att sälja och marknadsföra produkten i strategiskt utvalda marknader i Europa. Pharmacure har sedan tidigare sålt Nozoil på utvalda marknader men antas ha en mindre eller ingen försäljning i de länder där Nosa Plugs nu har ett exklusivt avtal.

Illustration av produkter



Intäktsmodell

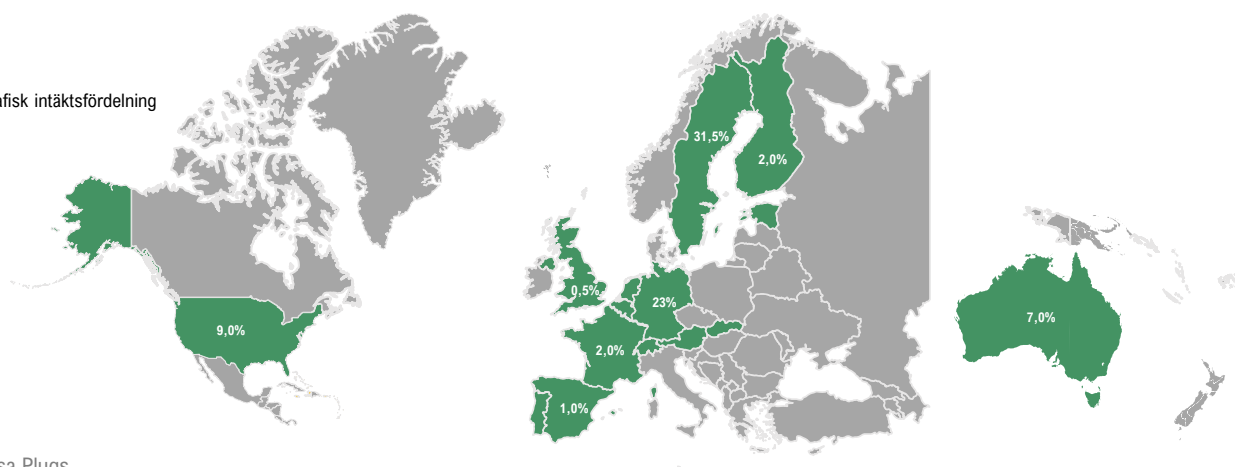
Nosa Plugs nuvarande intäktsmodell kan delas upp i två segment: dels B2B-försäljning till sjukvården, äldrevården, polisen m.fl., dels B2C-försäljning via egen e-handel samt apotek. År 2024 stod B2B-försäljningen för 79 % av den totala omsättningen och sker uteslutande med hjälp av utvalda distributörer, 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 2024 utgjordes 21 % 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.

**SJUKHUS ÄR DET
VIKTIGASTE
KUNDSEGMENTET**

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

Andel av omsättning från utvalda länder under de senaste tolv månaderna, Q1-24 – Q4-24

■ 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 år 2024 till 7 personer, vilket speglar en mindre organisation. Detta möjliggörs genom att försäljning i huvudsak sker via distributörer och återförsäljare.

Strategisk utsikt

Framgent förväntas Nosa Plugs fortsätta fokusera på att växa genom den befintliga produktportföljen 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. Därtill stipulerar de nyligen uppdaterade finansiella målen en tydlig förvärsagenda, där Bolaget avser förvärva attraktiva varumärken inom "ÖNH" (Öron, Näsa, Hals). Syftet med förvärv är att på sikt bli ledande inom området, vilket idag är en fragmenterad marknad, samt nyttja Bolagets globala distributörsnätverk.

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. Framgent förväntas 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 områden.

**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 för att värderas till 24,7 mdSEK i slutet av prognosperioden, drivet av bland annat behovet av förutsägbara och stabila terapeutiska effekter från distributionsmetoder. Andra distributionsmetoder, likt sprutor och tabletter, 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.

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, tabletter, sprayar 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.

MÖJLIGGÖR SÅVÄL SNABB SOM LÅNGSAM LÄKEMEDELS-ADMINISTRATION

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

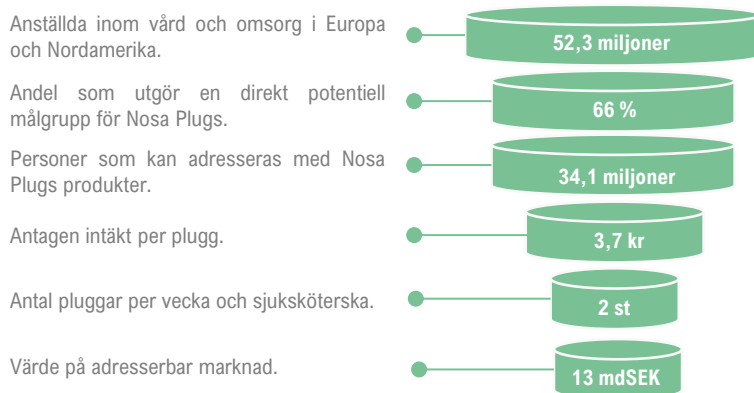
Givet det stora potentiella användningsområdet med flertalet läkemedel inom några av de största behandlingsområdena ser Analyst Group en stor potential i Drug Delivery på sikt. Teknologiplattformen antas ha flera fördelar som skapar hög potential för Nosa Plugs att vinna marknadsandelar, bl.a. genom *slow release*-tekniken, mindre påverkan på lever och organ samt att den fungerar för personer som är spruttradda eller ej kan svälja tabletter. 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 luktränningen. 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 2025-2028: Core Business

Nosa Plugs har under de senaste åren uppvisat en stark tillväxt motsvarande en CAGR om 36 % åren 2019-2024, 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. Framgent stipulerar de nyligen uppdaterade finansiella målen en organisk genomsnittlig omsättningstillväxt om 50 % åren 2024-2026.

Geografisk expansion förväntas driva tillväxten inom Odor Control

Odor Controls primära målgrupp är personer som arbetar i återkommande illaluktande situationer. Den historiska tillväxten har, utöver nyförsäljning till nya kunder, utgjorts av återkommande användare. En nyckelfaktor för att erhålla återkommande kunder är att få produkterna upphandlade hos exempelvis sjukhus. 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. Danmark utgjorde 6 % av Nosa Plugs försäljning under Q4-24 (LTM) jämfört med 1 % 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 UK som är kopplade till NHS sårvårdsavtal "Wound care framework". Avtalet beräknas omfatta ca 66 % av alla vårdanställda i landet, motsvarande ca 2,8 miljoner arbetare. Tillväxten i landet har dock uteblivit hittills, vilket antas bero på problem hos Nosa Plugs distributör i landet, Mediq, vilka har konsoliderat flertalet bolag i landet. Problemet är nu löst, varför UK estimeras bidra med stark tillväxt under år 2025. Vidare meddelade Nosa Plugs under Q1-25 att Bolaget har tecknat ett avtal med Hestomed+Helbig Medizintechnik GmbH & Co. KG, som är en av Tysklands största distributörer mot ambulans och akutvårdspersonal med över 6 000 artiklar i sortimentet. I samband med detta har även Odor Control vunnit en upphandling i Düsseldorf mot blåljuspersonal, vilket initialt avser 2 000 st 50-pack Odor Control. Framgent estimeras avtalet kunna ge ringar på vattnet genom fler upphandlingar i andra delar av landet.

I Nosa Plugs försäljningsstrategi ingår att ge ut produkter 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, 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 luktråning och leder till att fler fullföljer programmet. Efter att studien publicerades rullades produkten ut i större skala, primärt via apotek i Sverige och Tyskland. 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, om än lägre, tillväxt inom Microbial Control och Allergy Filter, samt att försäljning av Nozoiel initieras under år 2025, bidra till en stark försäljningstillväxt under kommande år. Slutligen stipulerar de nyligen uppdaterade finansiella målen en tydlig förvärsagenda, där Bolaget avser förvärva attraktiva varumärken inom "ÖNH" (Öron, Näsa, Hals). Syftet med förvärv är att på sikt på bli ledande inom området, vilket idag är en fragmenterad marknad, samt nyttja det globala distributörsnätverk som Bolaget byggt upp primärt via Odor Control. Förvärv är också en metod för att diversifiera portföljen och minska enproduktstrisken, då Odor Control under år 2024 utgjorde 88 % av försäljningen. Däremot, med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av storlek, tajming, struktur på finansieringen etc., väljer Analyst Group att exkludera potentiella framtida förvärv i gjorda prognoser.

UPPHANDLINGAR
VIKTIGA FÖR ATT
DRIVA TILLVÄXT

MER EFFEKTIV
BEHANDLING ÄN
KONKURRERANDE
METODER

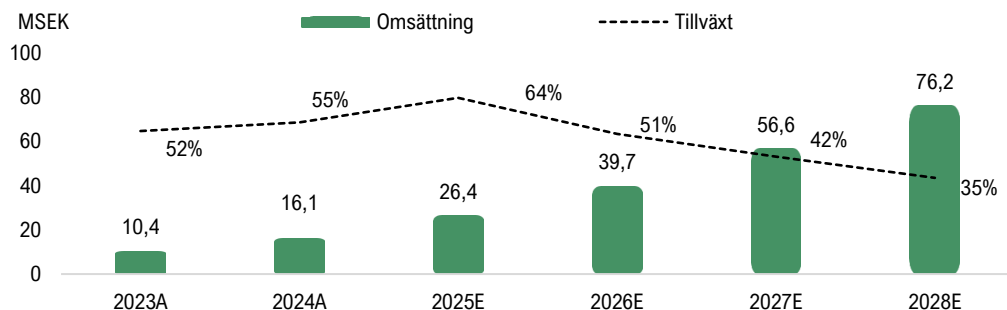
Under år 2025 estimeras fortsatt stark organisk tillväxt för Odor Control i Sverige, samtidigt som ett ökat fokus på större marknader såsom UK och Frankrike förväntas stärka omsättningen ytterligare. Parallellt förväntas en geografisk expansion av Smell Training, där försäljningen för närvarande primärt är hänförlig till den svenska och tyska marknaden, och en utökad satsning i Tyskland samt utrullning till nya marknader förväntas. Sammantaget estimeras omsättningen uppgå till ca 26,4 MSEK under år 2025, motsvarande en tillväxt om 64 %. Under resterande del av prognosperioden förväntas en fortsatt hög tillväxttakt, om än avtagande, drivet av att fler marknader penetreras.

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 intäktgrund 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 48 % under åren 2024–2028, vilket medför en omsättning om ca 76 MSEK år 2028.

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

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt, 2023-2028E



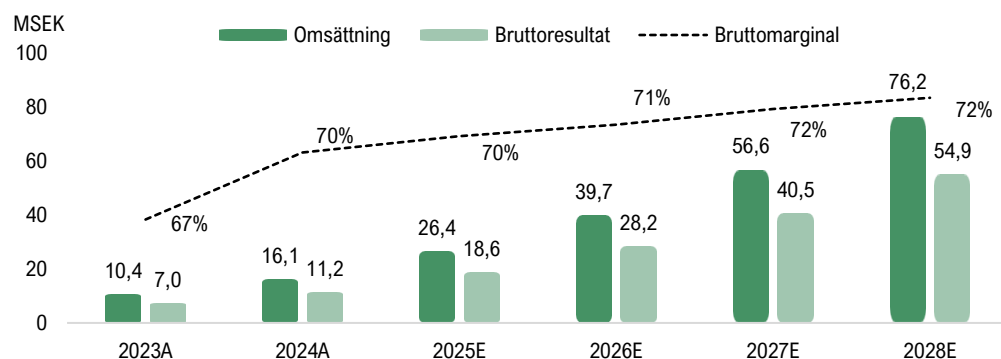
Källa: Analyst Groups prognoser

Bruttokostnader 2025-2028: 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 på bruttomarginalen. Att den nya produktionslinan nu är på plats förväntas få en positiv effekt 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 2025-2028: Core Business

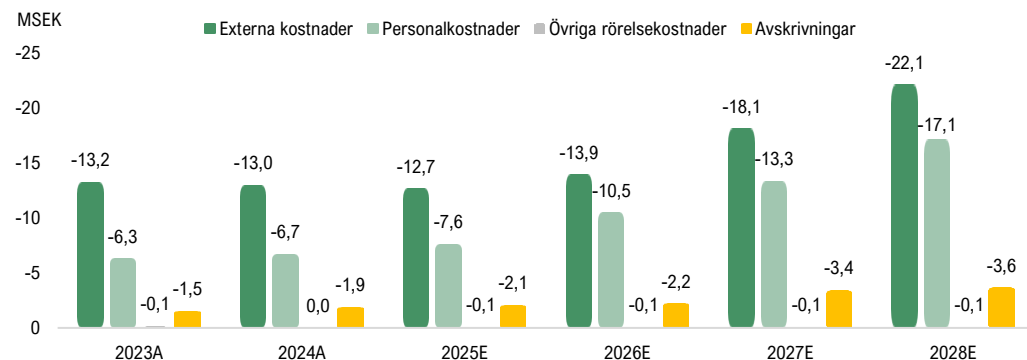
Nosa Plugs har en relativt liten organisation med 7 anställda vid utgången av år 2024, där ett antal konsulter antas stärka upp organisationen. Då produkterna säljs via distributörer har Bolaget ingen större egen säljstyrka, även om det finns säljare i organisationen för att understödja distributörernas arbete. Under prognosperioden estimeras personalstyrkan behöva stärkas i takt med Bolagets tillväxt. Sammantaget estimeras personalstyrkan växa från 7 vid utgången av år 2024 till 18 vid utgången av år 2028, vilket medför att personalkostnaderna ökar från ca 6,7 MSEK år 2024 till ca 17 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 för att öka kännedomen om Bolagets produkter. Som andel av omsättningen estimeras de externa kostnaderna minska från ca 81 % år 2024 till ca 29 % år 2028, vilket banar väg för en stigande lönsamhet under prognosperioden.

Gällande capex-investeringar och avskrivningar 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 2027 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 ca 6 %, under prognosperioden.

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

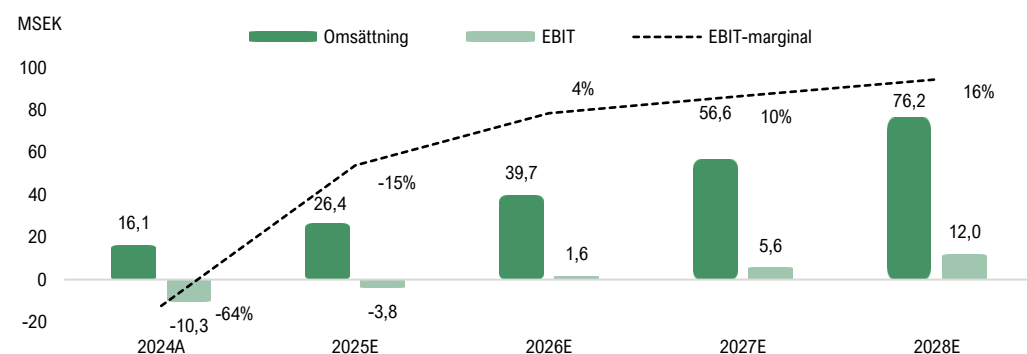
Estimerade rörelsekostnader, 2023-2028E



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, 2024-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

ESTIMERAD
STIGANDE
LÖNSAMHET

Finansiell Prognos: Drug Delivery

**25 MILJONER
PERSONER
ESTIMERAS
KUNNA
ADRESSERAS**

Finansiell prognos: Drug Delivery

I vår finansiella prognos och värdering av Drug Delivery har vi valt att utgå ifrån ett behandlingsområde av de som har kommunicerats, epilepsi. 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.

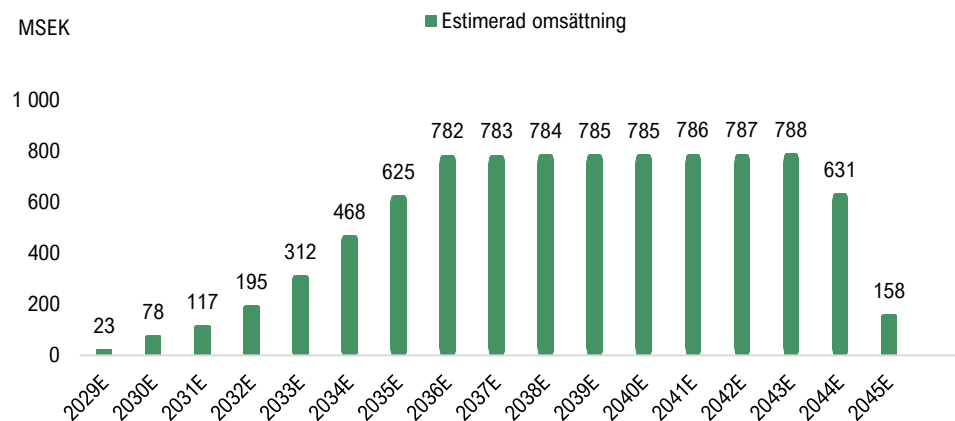
Vidare estimeras en konservativ intäkt per plugg om 6 kr för Nosa Plugs när den säljs till en läkemedelspartner, vilket kan jämföras med intäkten per plugg för Odor Control, som enligt Analyst Group uppskattas uppgå till ca 4 kr. Patienterna förväntas i genomsnitt använda ca en plugg per dag, vilket 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. 15).

**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	1 069	1 180	50%	9%	91%	-11%	11%	4,5	4,5	4,0
Iconovo	113	105	87%	160%	66%	-60%	2%	3,1	1,2	0,8
Devysyer	2 169	2 058	75%	35%	85%	-31%	17%	9,5	6,5	4,9
Senzime	804	777	80%	98%	67%	-193%	-1%	12,1	5,2	2,8
Mentice	591	549	48%	16%	86%	-4%	10%	1,9	1,5	1,3
BrainCool	385	354	90%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ortoma	300	267	94%	50%	71%	-9%	0%	5,1	2,3	2,1
Synthetic MR	268	252	81%	12%	n.a.	-20%	22%	4,1	2,6	2,0
Redsence Medical	115	99	88%	n.a.	n.a.	-20%	n.a.	4,0	2,8	n.a.
SciBase Holding	127	116	68%	47%	70%	-197%	8%	4,0	2,6	1,6
Medelvärde	594	576	76%	53%	76%	-60%	8%	5,4	3,2	2,4
Median	343	310	81%	41%	71%	-20%	9%	4,1	2,6	2,0
<i>Nosa Plugs</i>	<i>189</i>	<i>185</i>	<i>80%</i>	<i>56%</i>	<i>71%</i>	<i>-64%</i>	<i>4%</i>	<i>11,5</i>	<i>7,0</i>	<i>4,7</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 2,0x 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 **lägre** lönsamhet som jämförelsebolagen

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 56 % 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. Inom Odor Control, vilket utgjorde ca 88 % av Bolagets försäljning år 2024, 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. 21 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 4,8x. 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 40 MSEK, ett Enterprise Value om ca 139 MSEK och med en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % ger det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,54 kr för Core Business i ett Base scenario.

0,54 KR
PER AKTIE FÖR
CORE BUSINESS

50 LÄKEMEDEL
HAR
IDENTIFIERATS
SOM
INTRISSANTA

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%

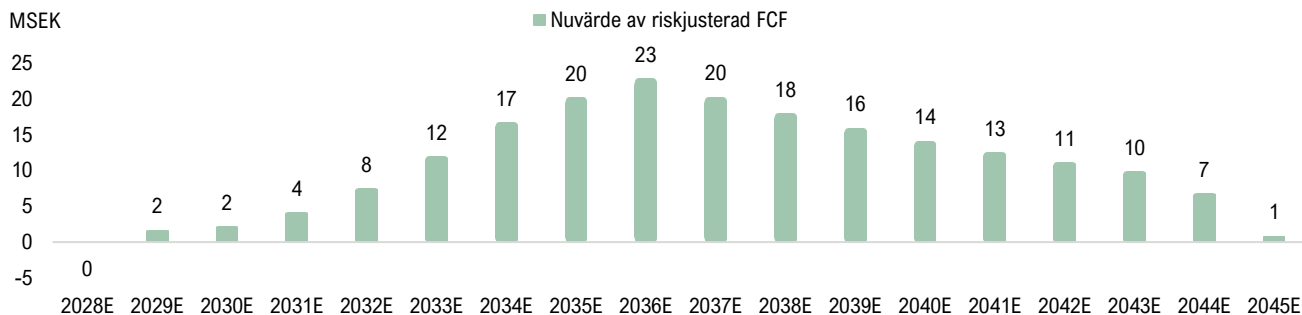
En LoA om 25 % speglar således en något högre sannolikhet att lyckas jämfört med ett läkemedelsbolag som genomför en Fas II-studie. För läkemedelsbolag sker oftast de första kliniska testerna i Fas I, vilket är nästa steg för Nosa Plugs. Däremot avser Bolagets kliniska studie inte en ny läkemedelssubstans 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 192 MSEK. Givet detta och antalet utestående aktier härleds således ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,91 kr för Drug Delivery. Nedan följer en summering av våra nuvärdesberäknade, riskjusterade estimerade kassaflödena.

0,91 KR
PER AKTIE FÖR
DRUG DELIVERY

De riskjusterade estimerade kassaflödena har ett nuvärde om ca 192 MSEK, motsvarande ett värde per aktie om ca 0,91 kr.

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 0,54 kr per aktie samt Drug Delivery om 0,91 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,45 kr i ett Base scenario.

1,45 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 marknadspenetration 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 55 % under åren 2024-2028, för att år 2028 uppvisa en omsättning om 93 MSEK. En hög omsättningstillväxt i kombination med en något stigande bruttomarginal uppgående till 73 % år 2028 och en kostnadsbas som estimeras växa i en långsammare takt än försäljningen, förväntas bidra till en starkt lönsamhet, motsvarande en EBIT-marginal om 20 % 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 4,3x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 48 MSEK ger det ett Enterprise Value om ca 206 MSEK. Med en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % medför det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,79 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 1,45 kr genom en rNPV-modell.

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering, där den härledda värderingen av Core Business om 0,79 kr per aktie samt Drug Delivery om 1,45 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 2,24 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 32 MSEK år 2028.

Den lägre omsättningstillväxten, i kombination med en estimerad sjunkande bruttomarginal givet att valutamedvinden avtar samt ökad konkurrens, 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 48 MSEK. Med en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % medför det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,20 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 0,20 kr per aktie samt Drug Delivery om 0,24 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 0,44 kr i ett Bear scenario.

Bull scenario

Core Business

0,79 kr

Drug Delivery

1,45 kr

SOTP, nuvärde per aktie
2,24 kr

Bear scenario

Core Business

0,20 kr

Drug Delivery

0,24 kr

SOTP, nuvärde per aktie
0,44 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.

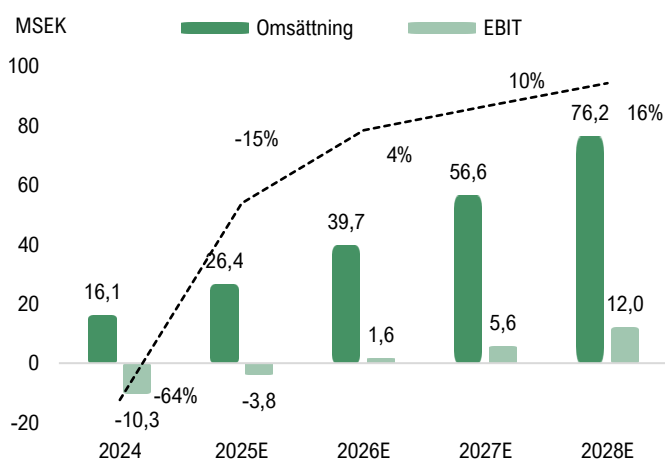
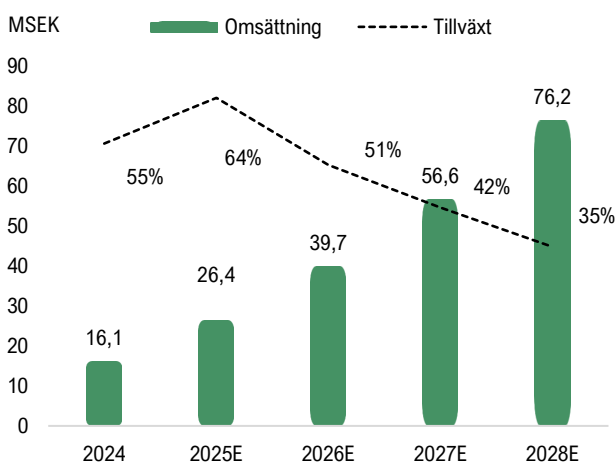


Tomas Ludvigsson, Styrelseledamot

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	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	26,4	39,7	56,6	76,2
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	26,4	39,8	56,6	76,3
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-7,8	-11,6	-16,1	-21,3
Bruttoresultat	7,0	11,2	18,6	28,2	40,5	54,9
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	70%	71%	72%	72%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-12,7	-13,9	-18,1	-22,1
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-7,6	-10,5	-13,3	-17,1
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	-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	-8,4	-1,7	3,8	9,0	15,7
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-7%	9%	16%	21%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,1	-2,2	-3,4	-3,6
EBIT	-46,5	-10,3	-3,8	1,6	5,6	12,0
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-15%	4%	10%	16%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,4
EBT	-46,6	-10,1	-4,0	1,0	5,1	11,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,2	-1,0	-2,4
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-4,0	0,8	4,0	9,3
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-15%	2%	7%	12%



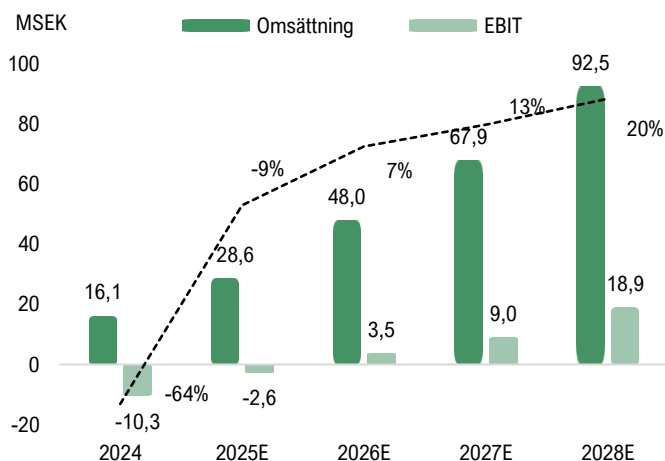
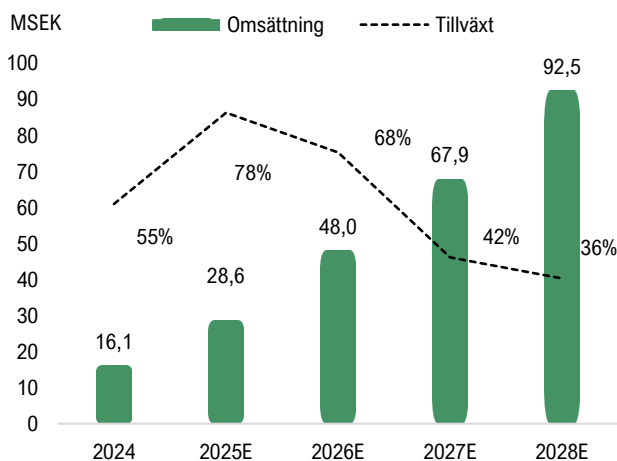
Balansräkning (Base scenario MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Tillgångar						
Balanserade utgifter för utvecklingskostnader	0,9	0,7	0,9	1,2	1,5	2,1
Patent, varumärken samt liknande rättigheter	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Materiella anläggningstillgångar	2,2	5,8	4,9	4,6	7,5	6,3
Nyttjanderättstillgångar	1,0	0,6	0,8	0,7	0,6	0,7
Andra långfristiga fordringar	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Summa anläggningstillgångar	5,2	8,0	7,5	7,4	10,5	9,8
Varulager	2,6	4,1	4,3	5,4	6,2	7,0
Kundfordringar	2,3	2,3	3,6	5,4	7,0	8,8
Övriga fordringar	1,7	1,9	1,6	2,0	2,3	2,3
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	20,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassa	1,2	4,3	6,0	5,3	5,3	12,0
Summa omsättningstillgångar	27,9	12,7	15,5	18,1	20,7	30,1
Summa tillgångar	33,1	20,7	22,9	25,5	31,2	39,9
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	109,6	109,6	109,6	109,6	109,6
Omräkningsreserv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balanserat resultat	-93,3	-103,5	-107,5	-106,7	-102,7	-93,5
Summa eget kapital	26,8	16,6	12,5	13,3	17,3	26,6
Skulder till kreditinstitut	0,4	0,0	2,7	2,9	2,9	1,9
Leasingskulder	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Summa långfristiga skulder	1,0	0,2	3,0	3,3	3,2	2,2
Skulder till kreditinstitut	0,5	0,3	2,7	2,9	2,9	1,9
Leasingskulder	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Leverantörsskulder	3,1	2,0	2,8	3,7	4,9	5,8
Övriga skulder	1,3	1,1	1,6	2,0	2,5	3,0
Summa kortfristiga skulder	5,3	3,9	7,4	8,9	10,6	11,1
Summa eget kapital & skulder	33,1	20,7	22,9	25,5	31,2	39,9

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

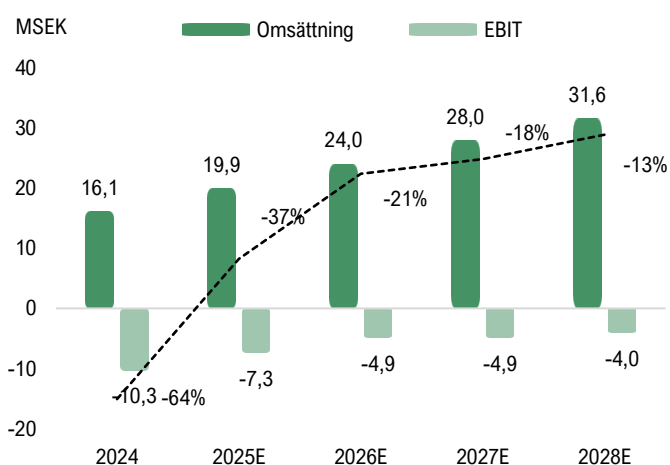
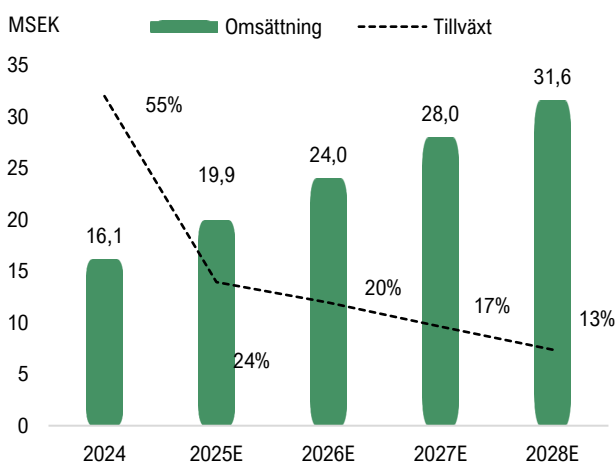
Peer-tabell nordiska SaaS-bolag

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	1 268	13%	92%	85%	2%	15%	4,8	3,2
Admicom	2 871	2 814	4%	95%	96%	34%	n.a.	7,1	n.a.
Lime	4 935	5 172	19%	64%	43%	31%	13%	7,5	5,8
Upsales	603	573	0%	95%	67%	25%	19%	4,0	3,0
Formpipe Software	1 411	1 389	1%	81%	100%	18%	10%	2,6	2,2
Opter	684	656	16%	95%	50%	25%	n.a.	7,5	n.a.
Impero	242	220	30%	100%	65%	-24%	n.a.	4,4	n.a.
Medelvärde	1 748	1 727	12%	89%	72%	16%	14%	5,4	3,5
Median	1 411	1 268	13%	95%	67%	25%	14%	4,8	3,1
<i>Nosa Plugs</i>	<i>189</i>	<i>185</i>	<i>84%</i>	<i>n.a.</i>	<i>70%</i>	<i>-53%</i>	<i>51%</i>	<i>11,5</i>	<i>4,7</i>

Bull scenario (MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	28,6	48,0	67,9	92,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	28,7	48,0	67,9	92,6
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-8,0	-13,7	-18,7	-25,0
Bruttoresultat	7,0	11,2	20,6	34,4	49,3	67,6
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	72%	72%	73%	73%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-12,9	-17,3	-22,4	-25,9
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-8,2	-11,3	-14,4	-19,0
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	-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	-8,4	-0,5	5,7	12,4	22,6
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-2%	12%	18%	24%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,1	-2,2	-3,4	-3,6
EBIT	-46,5	-10,3	-2,6	3,5	9,0	18,9
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-9%	7%	13%	20%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,4
EBT	-46,6	-10,1	-2,8	2,9	8,4	18,6
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,7	-3,8
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-2,8	2,3	6,7	14,7
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-10%	5%	10%	16%



Bear scenario (MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	19,9	24,0	28,0	31,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	20,0	24,1	28,1	31,6
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-6,0	-7,5	-9,0	-10,4
Bruttoresultat	7,0	11,2	14,0	16,6	19,1	21,2
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	70%	69%	68%	67%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-11,6	-11,5	-11,8	-11,7
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-7,6	-7,7	-8,7	-9,8
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	-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	-8,4	-5,3	-2,7	-1,5	-0,4
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-27%	-11%	-6%	-1%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,1	-2,2	-3,4	-3,6
EBIT	-46,5	-10,3	-7,3	-4,9	-4,9	-4,0
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-37%	-21%	-18%	-13%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,4
EBT	-46,6	-10,1	-7,6	-5,5	-5,5	-4,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-7,6	-5,5	-5,5	-4,4
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-38%	-23%	-20%	-14%



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.