

Nosa Plugs (NOSA)



Förvärv och positiva studieresultat driver uppvärdering

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 1,51 kr (1,47) i ett Base scenario.

■ Omsättningstillväxt om 17 %

Nosa Plugs redovisade en omsättning om 4,9 MSEK (4,2) under Q2-25, motsvarande en tillväxt om 17 %. Under jämförelsekvartalet levererade Bolaget en rekordstor order till den australienska marknaden och dess distributör i landet, CH2, vid en justering för rekordordern så uppgick tillväxten till 55 %. B2B-försäljningen växte starkt om 54 %, bl.a. genom fortsatt stark utveckling i viktiga nyckelmarknader som Tyskland och Frankrike.

■ Villkorat avtal om förvärv av Pharmacure

Nosa Plugs meddelade i juni år 2025 att Bolaget har ingått ett villkorat avtal om förvärv av Pharmacure och dess produkt Nozoil samt genomfört en riktad emission om ca 34,6 MSEK. Nosa Plugs hade exklusiva rättigheter för försäljning av Nozoil i delar av Europa men förvärvet ger tillgång till samtliga marknader. Förvärvet väntas medföra intäkttssynergier genom effektivare lansering av Nozoil genom Nosa Plugs befintliga distributörer, samt kostnadssynergier genom samordning av kostnader. Sammantaget bedöms detta stärka såväl försäljning som marginaler. Vi har inkluderat förvärvet i våra finansiella prognoser med högre tillväxt och lönsamhet som följd. Till följd av förvärvet har vi även höjt vår motiverade värdering av Core business i termer av market cap till ca 159 MSEK (113), vilket medför en mer modest höjning i termer av pris per aktie (0,61 mot 0,54) till följd av det ökade antal aktierna från den riktade emissionen som genomfördes under juni år 2025.

■ Positiva studieresultat avseende Nosa Drug delivery

Nosa Plugs har genomfört en lyckad in vivo-studie avseende Nosa Drug Delivery där teknologin visade upp till åtta gånger högre läkemedelsupptag i blodplasma av alzheimersläkemedlet Memantin jämfört med konventionella metoder. Resultaten anses validera plattformen och väntas öka intresset från läkemedelsbolag, där ett partnerskap förväntas under 2025. Efter de positiva resultaten har vi utöver epilepsi inkluderat även alzheimers som behandlingsområde i våra prognoser för Drug Delivery samt att detta behandlingsområde är det som först kommer adresseras. Som ett resultat höjer vi vår motiverade värdering av Drug Delivery till ca 232 MSEK (195), vilket blir ca 0,89 kr (0,93) till följd av ett ökat antal aktier.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,47 kr

Base

1,51 kr

Bull

2,32 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-08-25)	0,75
Antal Aktier (st.)	259 609 439
Market Cap (MSEK)	195,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-6,3 ¹
Enterprise Value (MSEK)	188,7
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 3 2025	2025-11-07

KURSENTVECKLING

Indexerat	Indexerat
aug-24	100
sep-24	85
okt-24	90
nov-24	100
dec-24	120
jan-25	130
feb-25	110
mar-25	100
apr-25	90
maj-25	100
jun-25	110
jul-25	100

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2025-07-29) = INSYNSPERSON

Eiffel Investment Group SAS	6,4 %
Nordnet pensionsförsäkring	4,3 %
The OneLife Company S.A.	3,9 %
Per Arvid Stefan Sjöberg	3,5 %
Avanza Pension	3,3 %

Prognoser (MSEK)²

	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	28,1	51,6	67,7	85,7
Bruttokostnader	-9,2	-18,9	-23,4	-28,3
Bruttoresultat	19,0	32,8	44,4	57,4
Bruttomarginal	67%	63%	65%	67%
Rörelsekostnader	-22,6	-27,1	-34,1	-40,9
EBIT	-3,6	5,7	10,2	16,6
EBIT-marginal	-13%	11%	15%	19%
P/S	6,9	3,8	2,9	2,3
EV/S	6,7	3,7	2,8	2,2
EV/EBITDA	-168,9	23,0	14,0	9,4
EV/EBIT	-51,9	33,0	18,4	11,4

¹Nettokassa efter köpeskillingen om 27,2 MSEK för Pharmacure

²Avser Core Business

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q2-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	19-22
Disclaimer	23

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 luktbulben. Nosa Plugs genomförde ett omvänt förvärv i mars år 2023 och är sedan dess noterat på First North.

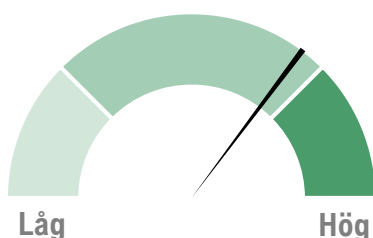
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Adrian Liljefors
Styrelseordförande	Dan Josefsberg

ANALYTIKER

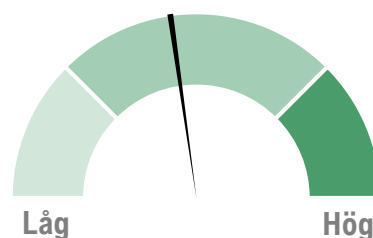
Namn	Axel Ljunghammer
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



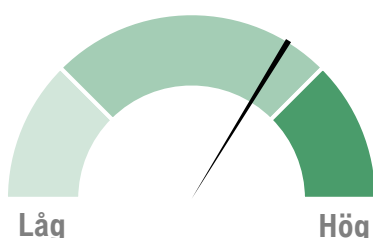
Nosa Plugs kan delas in i två ben: dels Core Business med befintliga produkter, dels Drug Delivery som är under utveckling, vilka båda utgör starka värde drivare. Core Business försäljning har vuxit starkt och förväntas fortsätta göra det genom ökad marknadsbearbetning på befintliga marknader såsom de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

Lönsamhet



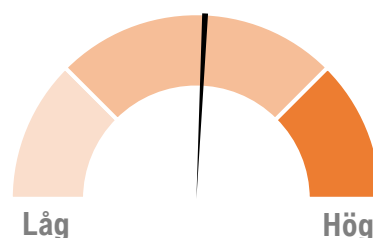
Bolaget har historiskt fokuserat på tillväxt och geografisk expansion, vilket initialt är kostsamt, i kombination med investeringar i produktionskapacitet. Framgent förväntas ett större fokus ligga på att växa på nuvarande marknader snarare än att expandera till nya, vilket förväntas stärka lönsamheten, något som validerades under Q1-25 med redovisat positivt kassaflöde. 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.

Risk



Kassan stärktes under Q2-25 genom en riktad emission om ca 34,6 MSEK och uppgick vid utgången av kvartalet till 33,6 MSEK. Nosa Plugs är skuldfria och Analyst Group bedömer att den finansiella ställningen är stabil, även med beaktande av köpeskillingen för Pharmacure uppgående till 27,2 MSEK. Drug Delivery befinner sig i tidig fas och flera steg kvarstår, vilket kan vara en lång och svår process med flera osäkerhetsfaktorer, varigenom det finns en risk att produkten inte kommersialiseras.

Finansiella mål 2025-2026

Tillväxt – Nettoomsättning om minst 50 MSEK år 2026

Lönsamhet – Positivt EBITDA fr.o.m. Q4-25 och minst 15 % EBITDA-marginal år 2026

Finansiella mål 2027-2028

Tillväxt – Genomsnittlig organisk omsättningstillväxt om 25 % per år

Lönsamhet – EBITDA-marginal om minst 18 %

Kapitalstruktur – Nettoskuld i relation till EBITDA ska inte överskrida 3 gånger

ÖVER 50 LÄKEMEDEL HAR IDENTIFIERATS SOM INTRESSANTA

1,51 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 äldreomsorgen, 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.

Förvärv av Pharmacure – första steg för att bli en ledande spelare inom Öron Näsa Hals ("ÖNH")

Under Q2-25 meddelade Nosa Plugs att Bolaget har ingått ett villkorat avtal om förvärv av Pharmacure och dess produkt Nozoil. Genom förvärvet får Nosa Plugs tillgång till samtliga marknader där Nozoil har lanserats, vilket enligt Analyst Group medför intäkts synergier då Nosa Plugs på ett mer effektivt sätt förväntas kunna lansera Bolagets övriga B2C-sortiment på nya marknader genom Pharmacures försäljningsnätverk. Därtill kommer Nozoil fortsätta rullas ut på Nosa Plugs befintliga marknader där Bolaget redan har etablerade distributörsnätverk. Slutligen förväntas förvärvet även medföra kostnadssynergier då Nosa Plugs kan samordna exempelvis försäljningskostnader, varigenom förvärvet förväntas bidra till såväl tillväxtpotentialer som stärkt lönsamhet.

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. Däremot kvarstår flera steg innan en färdig produkt kan kommersialiseras, vilket är en lång och utmanande process med flera osäkerhetsfaktorer. Under Q3-25 publicerades resultaten från en in vivo-studie, vilken visade att en signifikant nivå av läkemedel, upp till åtta gånger så högt, tas upp i blodplasma vid användning av Drug delivery. Nästa steg förväntas vara att knyta ett partnerskap med ett läkemedelsbolag för vidare utveckling, där målet är att de kan finansiera vidare studier i utbyte mot exempelvis exklusiva distributionsrättigheter via Nosa Plugs teknologiplattform för dess läkemedel. Resultaten från in vivo-studien förväntas vara en viktig pusselbit i dialoger med läkemedelsbolag.

Prognos och värdering

Inom Core Business, den befintliga produktportföljen, förväntas en stark tillväxt, primärt genom ökad försäljning för Odor Control, Nozoil och Smell Training på europeiska marknader som ännu inte har penetrerats fullt ut, varigenom en stark omsättningstillväxt om 52 % CAGR för Core Business under åren 2024-2028 estimeras. Med en applicerad EV/S-multipel om 3,5x på 2026 års försäljning om ca 52 MSEK och en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % härleds ett nuvärde per aktie om 0,61 kr. Drug Delivery värderas genom en rNPV-modell på två av de kommunicerade behandlingsområdena, alzheimers och epilepsi, varigenom ett nuvärde per aktie om 0,89 kr härleds. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds således ett sammantaget potentiell nuvärde per aktie om 1,51 kr i ett Base scenario.

Framtida försäljningsutveckling är till viss del beroende av externa parter

Majoriteten av B2B-försäljningen 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.

Kommentar Q2-rapport

Omsättningstillväxten uppgick till 17 % jämfört med ett starkt jämförelsekvartal

Under Q2-25 redovisade Nosa Plugs en omsättning uppgående till 4,9 MSEK (4,2), motsvarande en tillväxt om 17 %, vilket utgör ytterligare ett rekordkvartal avseende omsättning. Under jämförelsekvartalet levererade Bolaget en rekordstor order till den australienska marknaden och dess distributör i landet, CH2, vid en justering för rekordordern så uppgick tillväxten till 55 %.

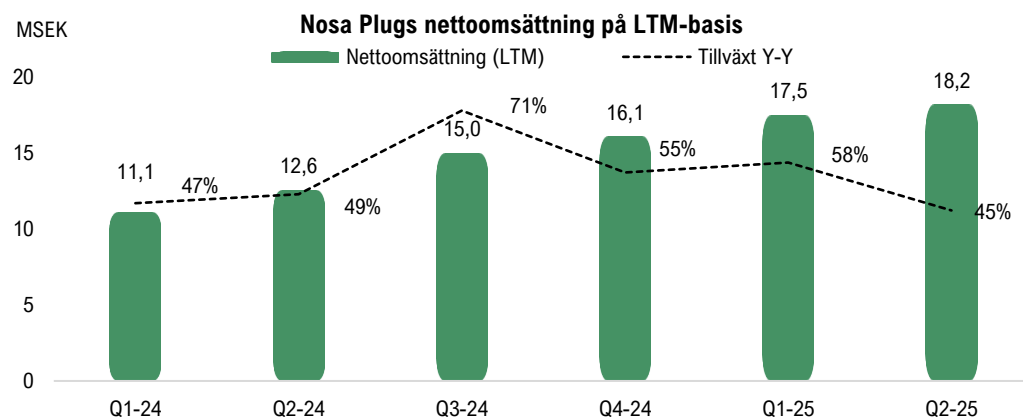
Sett till **B2B-försäljningen** så uppgick den till 3,9 MSEK (2,6), motsvarande en tillväxt om ca 54 %. Bakom tillväxten ligger en fortsatt stark utveckling i viktiga nyckelmarknader som Tyskland och Frankrike där Odor control fortsätter att växa starkt med en tillväxt över 50 %. Tyskland är sedan länge en av Nosa Plugs viktigaste marknader men den fortsatt höga tillväxten för Odor Control i landet påvisar att efterfrågan är långt ifrån mättad i landet. Den stabila tillväxten validerar också enligt Analyst Group den återkommande karaktären på Nosa Plugs intäkter, primärt inom produkten Odor Control vars målgrupp består av personer som arbetar i återkommande illaluktande situationer – något som skapar stabila intäktströmmar samtidigt som nykunds försäljning bidrar till tillväxt.

Avseende den franska marknaden så har Analyst Group tidigare lyft detta som en nyckelmarknad givet storleken och därmed antalet användare. Under år Q3-24 blev Odor Control listad hos UGAP, ett nationellt offentligt upphandlingsorgan som inkluderar sjukvårdsinrättningar, utbildningsinstitutioner och statliga myndigheter, vilket antas ha bidragit till tillväxten i landet under det senaste året. Nästa steg antas vara att få produkten upphandlad, vilket enligt Analyst Group skulle kunna lyfta tillväxttakten i landet ytterligare.

Beträffande nya lanseringar så har Nosa Plugs under Q2-25 tecknat ett avtal med Norges största distributör av engångsartiklar mot både privat- och offentlig sektor, Norengros AS, en ny distributör på den tyska och österrikiska marknaden, vilket sammantaget tyder på ett fortsatt högt tempo avseende nyförsäljning, något som förväntas bidra till fortsatt tillväxt.

Gällande **B2C-försäljningen** så uppgick den till 0,9 MSEK (1,6), där minskningen om 42 % antas vara hänförlig till att den nämnda stora ordern i Australien som levererades under Q2-24, vilken till stor del var B2C-produkter. Bolaget har avvakat lansering av Smell training på fler geografiska marknader för att kunna rulla ut såväl Smell training som Nozoil parallellt på nya marknader. Intresset uppges ha varit i stort och vi förväntar oss att Nozoil tillsammans med Smell training rullas ut i flera europeiska marknader under H2-25, något som är en tillväxt drivare framgent.

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



Källa: Nosa Plugs

Stabil bruttomarginal

Bruttomarginalen var stabil under Q2-25 uppgående till 71,4 % (70,6). Nosa Plugs har under det senaste året arbetat med effektiviseringsåtgärder i produktionsledet, vilket har burit frukt genom en stärkt bruttomarginal. Integrationen av NOSA Nozoil kan komma att pressa bruttomarginalen något framgent, då vi räknar att denna produkt har en något lägre bruttomarginal, däremot estimeras det bidra till tillväxt samt ge ett positivt bidrag till rörelsemarginalen givet de synergieffekter vi förväntar oss kan utvinna.

54 %
OMSÄTTNINGSS-
TILLVÄXT B2B

STÖRRE
UTRULLNING AV
NOZOIL OCH
SMELL TRAINING
VÄNTAS

**-1,3 MSEK
EBITDA-
RESULTAT**

Fortsatt stark kostnadskontroll

Nosa Plugs rörelsekostnader var stabila under det andra kvartalet och minskade med 2 % exklusive avskrivningar. Bolaget fortsätter operera med en liten organisation vilket bidrar till en stabil burn rate på vägen mot målet om lönsamhet på EBITDA-nivå från Q4-25, samtidigt som investeringar för framtida tillväxt fortsatt genomförs. EBITDA-resultatet under det andra kvartalet uppgick till -1,3 MSEK, vilket är en förbättring jämfört med Q2-24 då resultatet uppgick till -1,9 MSEK. Vid utgången av Q2-25 uppgick antalet anställda till 6 jämfört med 5 vid utgången av Q1-25, varigenom personalkostnaderna förväntas öka något under kommande kvartal. Däremot förväntar vi oss att en fortsatt stark tillväxttakt i kombination med god kostnadskontroll samt tillträdet av förvärvet av Pharmacure medför svarta siffror under Q4-25 samt därefter succesivt stigande lönsamhet under år 2026.

Positiva studieresultat avseende Nosa Drug delivery

Efter det andra kvartalets utgång meddelade Nosa Plugs att Bolaget har genomfört en in vivo-studie med dess intranasala läkemedelsplattform Drug delivery med framgångsrika resultat. Studien visar att en signifikant nivå av läkemedel tas upp i blodplasma vid användning av Drug delivery, vilket visar att tekniken fungerar och att terapeutiska nivåer kan uppnås.

Studien innebar att frisläppa läkemedlet Memantin, som används mot alzheimers sjukdom, genom Nosa Plugs teknologiplattform. I studien avgavs hälften av rekommenderad dos men resultatet visade upp till fyra gånger så hög dos i blodplasma, vilket därmed innebär upp till åtta gånger så högt upptag i blodplasma jämfört med rekommenderad dos. Det faktum att en lägre dos krävs för att uppnå samma effekt innebär flera fördelar för Nosa Plugs teknologiplattform jämfört med andra distributionsmetoder. En lägre dos medför en lägre kostnad per behandling för såväl läkemedelsbolag som patient, vilket öppnar upp för en mer kostnadseffektiv behandling. Vidare förväntas potentiella biverkningar från läkemedel vara mindre vid lägre dos, samtidigt som det medför lägre klimatavtryck.

Analyst Group ser studieresultatet som ytterligare en validering av Nosa Plugs teknologiplattform för distribution av läkemedel, där de positiva resultaten förväntas medföra ett ökat intresse från läkemedelsbolag, där dialoger avseende ett partnerskap redan pågår. Nästa steg för Drug delivery förväntas vara just ett partnerskap med ett läkemedelsbolag, där målsättningen är att ha ett sådant på plats under år 2025, parallellt förväntas ytterligare tester och forskning fortgå.

Stark finansiell ställning

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -3,2 MSEK under kvartalet, varav förändringar i rörelsekapital uppgick till -1,9 MSEK. Förändringen i rörelsekapital är hänförlig dels till ökade kundfordringar, vilket vi ser som naturligt vid ökad försäljning, dels en lageruppbyggnad på den amerikanska marknaden för att föregå tullar. Vi räknar som nämnt med lönsamhetsförbättringar under kommande kvartal och framförallt år 2026, varigenom även kassaflödet estimeras stärkas.

Genom den ovan nämnda riktade emissionen stärktes kassan till 33,6 MSEK vid utgången av Q2-25, att jämföra med 4,7 MSEK vid utgången av Q1-25. Med hänsyn till de lönsamhetsförbättringar som estimeras framgent samt att Bolaget är skuldfria, bedömer Analyst Group att den finansiella ställningen är stabil, även med beaktande av köpeskillingen för Pharmacure uppgående till 27,2 MSEK, där 47,5 % betalas vid tillträdet och resterande del över en period om 27 månader.

Sammantaget anser Analyst Group att Nosa Plugs Q2-rapport var stabil med god tillväxt och förbättrad såväl brutto- som EBITDA-marginal. I det korta perspektivet möter Nosa Plugs ännu ett tufft jämförelsekvartal under det tredje kvartalet, då tillväxten under Q3-24 uppgick till 124 % primärt hänförligt till en framgångsrik uttullning av Smell training under kvartalet. På längre sikt förväntas konsolideringen av Pharmacure medföra synergier som resulterar i såväl ökad tillväxt som förbättrad lönsamhet, samtidigt som det befintliga produktsortimentet fortsätter att rullas ut och generera organisk tillväxt.

**33,6 MSEK
I KASSAN VID
UTGÅNGEN AV
Q1-25**

Bolagsbeskrivning

**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 luktkräningskit (Smell Training) samt en nässpray (Nosa Nozoil). Därtill har Bolaget ytterligare en produkt 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 – luktkräningskit 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 luktkräning medför ett signifikant förbättrat luktsinne. Genom att fler fullföljer behandlingen, vilket antas bero på det enkla och smidiga användandet som möjliggör passiv luktkräning, 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.

Nosa Nozoil – mjukgörande nässpray

Nozoil är en mjukgörande nässpray för personer med torra eller irriterade nässlemhinnor. 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 villkorat avtal om förvärv av Pharmacure som har utvecklat Nozoil, förvärvet förväntas slutföras under Q3-25, varefter Nosa Plugs förväntas rulla ut Nozoil på marknader där Bolaget redan har befintligt produktsortiment och distributörer på plats.

Microbial Control – reducerar exponeringen av virus och bakterier

Microbial Control är, likt 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.

Illustration av produkter



Källa: Nosa Plugs

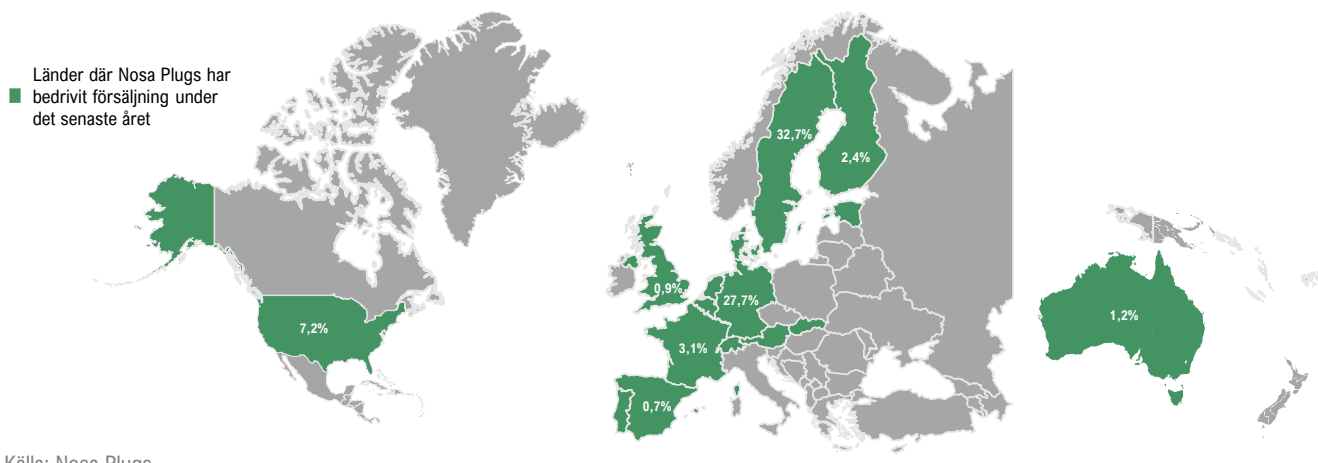
SJUKHUS ÄR DET VIKTIGASTE KUNDSEGMENTET

Intäktsmodell

Nosa Plugs nuvarande intäktsmodell kan delas upp i två segment: dels B2B-försäljning till sjukvården, äldreomsorgen, 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 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 utvalda länder under de senaste tolv månaderna, Q3-24 – Q2-25



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 Q2-25 till 6 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, Nozoil 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 utgör förvärvet av Nozoil en viktig strategisk pelare för framtida tillväxt och lönsamhet genom såväl intäktssynergier som kostnadssynergier. På sikt avser Nosa Plugs förvärva fler attraktiva varumärken inom "ÖNH" (Öron, Näsa, Hals), med syftet 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 exempelvis 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 område.

GEOGRAFISK EXPANSION

**SLOW RELEASE-
TEKNIK ÄR HÖGT
EFTERFRÅGAD**

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

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.

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 och in vivo-studie

Nosa Plugs har under de senaste åren genomfört oberoende labbtester, och 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, 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.

I juli år 2025 publicerade Nosa Plugs resultat från en in vivo-studie, vilken visade att en signifikant nivå av läkemedel tas upp i blodplasma vid användning av Drug delivery, något som validerar att tekniken fungerar och att terapeutiska nivåer kan uppnås. Studien innebar att frisläppa läkemedlet Memantin, som används mot alzheimers sjukdom, och påvisade att upp till åtta gånger så högt upptag i blodplasma jämfört med rekommenderad dos. Således indikerar resultatet att läkemedlet upptas på ett effektivt sätt samt att samma effekt kan uppnås med en lägre dos läkemedel. Det faktum att en lägre dos krävs för att uppnå samma effekt innebär flera fördelar, bl.a. lägre kostnader och biverkningar.

I nästa steg är målet 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 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, 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

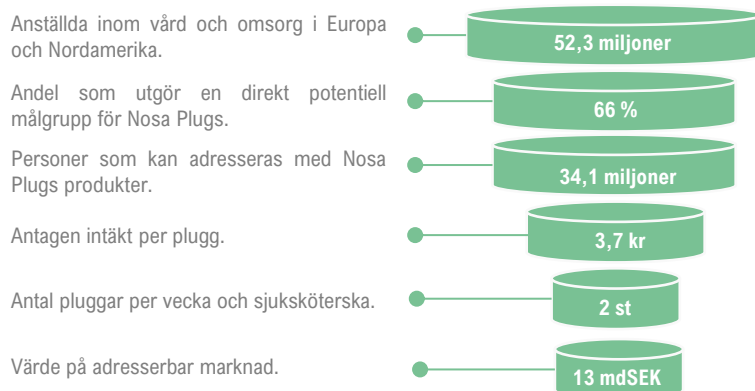
Givet det stora potentiella användningsområdet med flertalet läkemedel inom några av de största behandlingsområdena ser Analyst Group en stor potential i Drug Delivery på sikt. Teknologiplattformen antas ha flera fördelar som skapar hög potential för Nosa Plugs att vinna marknadsandelar, bl.a. genom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



Finansiell Prognos: Core Business

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, Smell Training och framgent den nyligen förvärvade Nozoil.

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 Q2-25 (LTM) jämfört med 1 % före upphandlingen. Detta påvisar enligt Analyst Group potentialen med att få en produkt upphandlad, vilket förväntas bli en viktig faktor för fortsatt tillväxt framgent.

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.

Förvärv av Nozoil förväntas stärka tillväxten genom intäktssynergier

Under Q2-25 Nosa Plugs ett villkorat avtal om ett förvärv av Pharmacure och dess produkt Nozoil. Nosa Plugs hade sedan tidigare ett exklusivt avtal med Pharmacure avseende rättigheterna att sälja och marknadsföra Nozoil på utvalda marknader men genom förvärvet får Nosa Plugs även tillgång till samtliga marknader där Nozoil har lanserats, vilket enligt Analyst Group medför intäktssynergier. Nozoil har sedan tidigare sålts på flertalet marknader innefattande Portugal, Kanada, Polen, Tjeckien och Australien, länder där Nosa Plugs idag har låg eller obefintlig försäljning. Genom Pharmacures befintliga försäljningsnätverk förväntas Nosa Plugs övriga B2C-sortiment kunna lanseras på ett effektivt sätt på dessa marknader. Vidare kommer Nozoil fortsätta rullas ut på Nosa Plugs befintliga marknader där Bolaget redan har etablerade distributörsnätverk, vilket sammantaget förväntas realisera intäktssynergier som stärker försäljningen av såväl Nosa Plugs befintliga produktsortiment som det förvärvade Nozoil.

Hög estimerad 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, bidra till en stark försäljningstillväxt under kommande år. Slutligen har Nosa Plugs fortsatt en förvärvsagenda, 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 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 85 % av försäljningen, där förvärvet av Nozoil utgör ett första sådant steg. Däremot, med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av ytterligare förvärv utöver Pharmacure, 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

Finansiell Prognos: Core Business

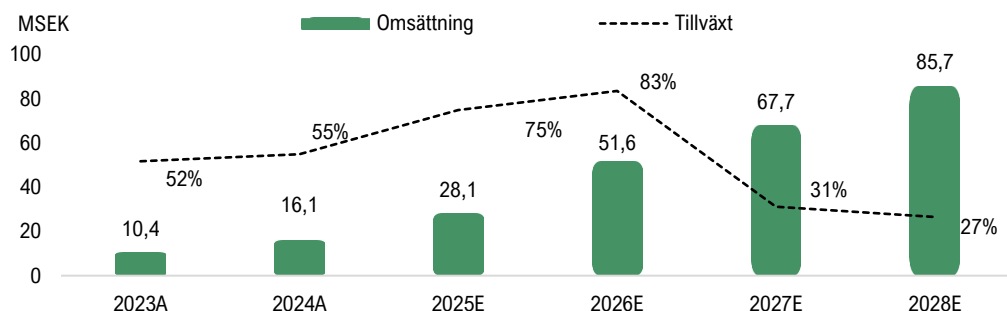
STICKY PRODUKT MEDFÖR ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

Under år 2025 estimeras fortsatt stark organisk tillväxt för Odor Control i Sverige, samtidigt som ett ökat fokus på större marknader såsom Tyskland, 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 men där uttrullning till nya marknader förväntas. Under H2-25 förväntas tillväxten stärkas genom Nozoil givet att förvärvet väntas slutföras under Q3-25. Sammantaget estimeras omsättningen uppgå till ca 28,1 MSEK under år 2025, motsvarande en tillväxt om 75 %, varav försäljning av Nozoil uppgår till ca 4,7 MSEK. Under år 2026 estimeras en omsättning om 51,6 MSEK, motsvarande en tillväxt om 83 %, dels drivet av förvärvet av Pharmacure, dels drivet av en estimerad organisk tillväxt om 46 %. Under resterande del av prognosperioden förväntas en fortsatt hög tillväxttakt, om än avtagande, drivet av att fler marknader penetreras.

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 52 % under åren 2024–2028, vilket medför en omsättning om ca 85,7 MSEK år 2028.

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

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt, 2023-2028E



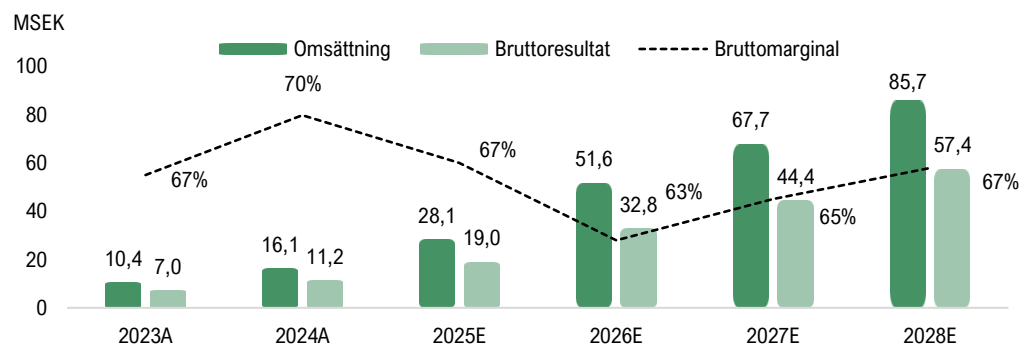
Källa: Analyst Groups prognoser

Bruttokostnader 2025-2028: Core Business

Nosa Plugs har sedan noteringen uppvisat en stark bruttomarginal som i nästan samtliga kvartal har överstigit Bolagets tidigare finansiella mål om minst 65 % bruttomarginal. Bruttomarginalen har under de senaste åren 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, något som till viss del förväntas reverseras med den senaste tidens kronförstärkning. I andra vågskålen finns produktionskapaciteten, där Nosa Plugs har investerat i en ny produktionslina som stod klar under Q4-24, vilket har fått en positiv effekt på bruttomarginalen. Framgent förväntas utöver en starkare svensk krona förvärvet av Nozoil att medföra en sjunkande bruttomarginal under år 2025 och 2026, för att därefter återigen stärkas genom att ytterligare skalfördelar realiserar.

Bruttomarginalen väntas pressas något efter förvärvet av Pharmacure, för att därefter stärkas.

Estimerad omsättning, bruttokostnader och bruttomarginal, 2023-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

ESTIMERAD
STIGANDE
LÖNSAMHET

Rörelsekostnader 2025-2028: Core Business

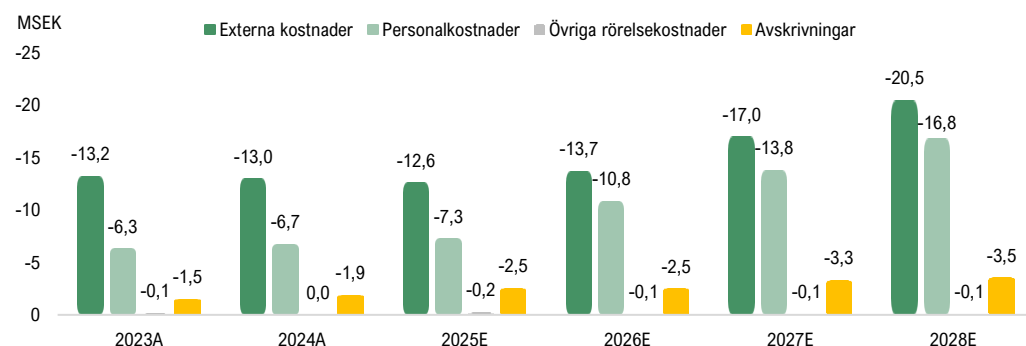
Nosa Plugs har en relativt liten organisation med 6 anställda vid utgången av Q2-25, där ett antal konsulter antas stärka upp organisationen. Då produkterna säljs via distributörer har Bolaget ingen större egen säljstyrka, även om det finns säljare i organisationen för att understödja distributörernas arbete. Förvärvet av Nozoil förväntas medföra något högre kostnader initialt men på medellångsikt förväntas betydande kostnadssynergier kunna realiseras, viss personal förväntas vara överlappande i de båda bolagen, varigenom effektiviseringar kan ske genom att slå samman organisationerna och förvärvet förväntas därigenom stärka Nosa Plugs lönsamhet. Under prognosperioden estimeras personalstyrkan behöva stärkas i takt med Bolagets tillväxt. Sammantaget estimeras personalstyrkan växa från 6 vid utgången av Q2-25 till 14 vid utgången av år 2028, vilket medför att personalkostnaderna ökar från ca 7,3 MSEK år 2025 till ca 16,8 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 45 % år 2025 till ca 24 % 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.

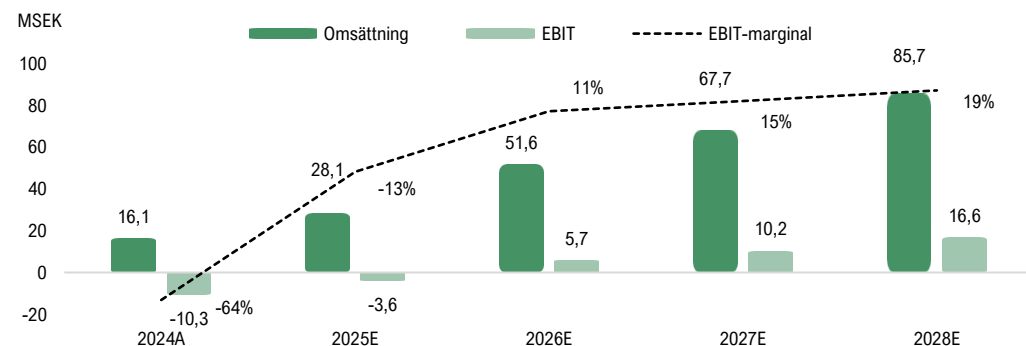
Estimerade rörelsekostnader, 2023-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

Fortsatt tillväxt och förvärvet av Nozoil förväntas stärka lönsamheten under prognosperioden.

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



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Finansiell Prognos: Drug Delivery

Finansiell prognos: Drug Delivery

UPP TILL ÅTTA
GÅNGER SÅ HÖGT
UPPTAG ENLIGT
IN VIVO-STUDIE

I vår tidigare finansiella prognos av Drug Delivery har vi utgått från ett av de behandlingsområden som har kommunicerats, epilepsi. Givet de positiva resultaten avseende in vivo-studien som presenterades i juli år 2025 som gjordes med alzheimers läkemedlet Memantin, där upp till åtta gånger så högt upptag i blodplasma jämfört med rekommenderad dos uppvisades, har vi valt att inkludera även alzheimers som ett behandlingsområde i våra finansiella prognoser för Drug Delivery, i tillägg till epilepsi.

Antalet personer som lever med demens globalt uppskattas till ca 60 miljoner personer, varav 60-70 % lider av alzheimers, varför vi har utgått från ca 40 miljoner patienter med alzheimers totalt. Enligt WHO lever 60-70 % av de drabbade i låg- och medelinkomstländer, varav 90 % av dessa inte erhåller den behandling de behöver. Således estimeras Nosa Plugs kunna adressera ca 30 % av det totala antalet personer som lider av alzheimers, vilket utgörs av de som beräknas erhålla rätt behandling, motsvarande 12 miljoner personer. Av dessa estimeras Nosa Plugs nå en marknadsandel om 2 % av personerna på sikt, där försäljningen estimeras starta år 2030, 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 spruttradda eller inte kan svälja tabletter, vilket är vanligt bland äldre personer, vilka är de som drabbas av alzheimers.

Beträffande epilepsi så finns det uppskattningsvis 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, motsvarande 25 miljoner personer. Av dessa estimeras Nosa Plugs nå en marknadsandel om 1,5 % av personerna på sikt, där försäljningen estimeras starta år 2033. Det är något senare än i tidigare gjorda prognoser (2029), med hänsyn till att Nosa Drug Delivery nu estimeras fokusera på alzheimers först.

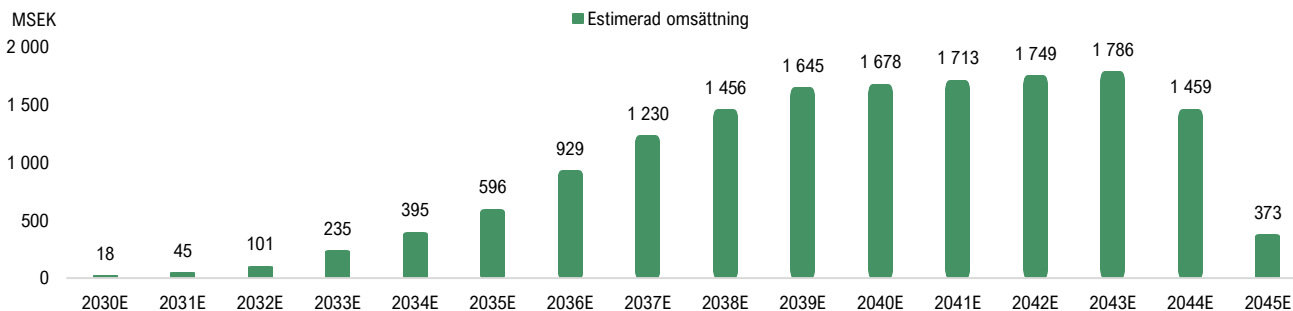
TVÅ MÖJLIGA
AFFÄRS-
MODELLER

Vidare estimeras en konservativ intäkt per plugg om 6 kr för Nosa Plugs när den säljs till en läkemedels-partner, 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, vilka ofta tas dagligen för såväl alzheimers- som epilepsiläkemedel. Baserat på dessa antaganden estimeras detta medföra potentiella årliga intäkter om ca 1,8 mdSEK totalt vid *peak market share* inom såväl alzheimers som epilepsi. 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).

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 2030, med stark tillväxt därefter tills att *peak market share* nås.

Estimerade intäkter, Drug Delivery 2030E-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	2024	2026E	2024	2025E	2026E
Bactiguard	946	1 070	55%	6%	91%	-11%	9%	4,1	4,6	4,1
Iconovo	112	82	89%	105%	66%	-1400%	4%	27,9	3,0	1,3
Devyser	2 469	2 423	73%	31%	86%	-27%	19%	11,2	8,6	6,4
Senzime	1 045	928	85%	82%	61%	-212%	-17%	15,9	8,2	4,3
Mentice	383	376	36%	8%	89%	-4%	6%	1,3	1,4	1,1
BrainCool	284	274	85%	62%	49%	-106%	-4%	0,0	0,0	0,0
Ortoma	730	680	92%	50%	66%	-14%	0%	13,8	5,6	5,3
Synthetic MR	216	204	76%	2%	n.a.	-33%	-7%	3,7	3,0	2,2
Redsence Medical	92	78	90%	1%	n.a.	-32%	-12%	1,4	1,1	n.a.
SciBase Holding	120	110	61%	40%	70%	-226%	-100%	3,7	2,9	1,7
Medelvärde	640	622	74%	39%	72%	-207%	-10%	8,3	3,8	2,9
Median	333	325	80%	35%	68%	-33%	-2%	3,9	3,0	2,2
Nosa Plugs	195	189	92%	71%	63%	-64%	11%	11,7	6,7	3,7

Då Nosa Plugs under de kommande åren förväntas fortsätta ta tillvara på befintliga tillväxtmöjligheter och därmed inte väntas prioritera högsta möjliga lönsamhet, även om stark lönsamhet estimeras redan från år 2026, 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 2,2x 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 **lägre** skuldsättning än jämförelsebolagen

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

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

Beträffande storlek så är Nosa Plugs i en liknande storlek som peer-bolagen, om än något mindre, samtidigt som soliditeten uppgår till ca 92 %, något högre än peers, vilket indikerar en låg skuldsättning. Tillväxtmässigt förväntas en stark försäljningstillväxt under de kommande åren för Nosa Plugs, motsvarande 71 % CAGR mellan åren 2023-2026, vilket är snabbare än medianen för jämförelsebolagen om 35 % och således bör motivera en värderingspremie enligt Analyst Group. I tillväxtprognosen ingår förvärvet av Pharmacure men Nosa Plugs organiska tillväxt estimeras vara 51 % årligen, vilket fortsatt är högre än peers. Sett till lönsamhet så förväntas Nosa Plugs uppvisa en liknande bruttomarginal och en högre EBIT-marginal år 2026, då lönsamhetsförbättringar från förvärvet av Pharmacure förväntas realiseras.

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 85 % 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. 20 en peer-tabell med nordiska SaaS-bolag som har en hög grad av återkommande intäkter, för vilka medianen avseende EV/S-multipeln 2026 uppgår till 4,3x. 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 högre än peer-gruppen, givet den högre tillväxten, de återkommande intäkterna samt något högre lönsamhet varför en EV/S-multipel om 3,5x har applicerats. Detta ger, givet 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 51,6 MSEK, ett Enterprise Value om ca 181,1 MSEK och med en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % ger det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,61 kr för Core Business i ett Base scenario.

0,61 KR
PER AKTIE FÖR
CORE BUSINESS

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 avges 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 två av dessa behandlingsområden, alzheimers och 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 29 %, 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%

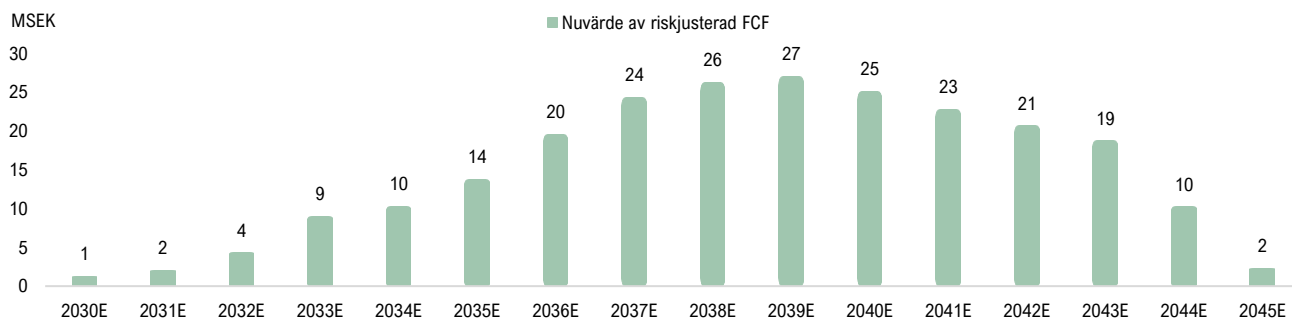
En LoA om 29 % speglar således en något högre sannolikhet att lyckas jämfört med ett läkemedelsbolag som genomför en Fas II-studie. För läkemedelsbolag sker oftast de första kliniska testerna i Fas I, vilket är nästa steg för Nosa Plugs. Däremot avser Bolagets kliniska studie inte en ny läkemedelssubstans utan endast distributionsmetoden, vilket enligt Analyst Group antas öka LoA, varför en LoA om 29 % ändå anses vara konservativt. De positiva resultaten från in vivo-studien som publicerades i juli år 2025 validerar enligt Analyst Group Bolagets plattform, varigenom vi har höjt vårt antagande avseende LoA.

Baserat på de antaganden som redogörs i prognosavsnittet har de framtida fria kassaflödena estimerats, vilka sedan riskjusteras med en LoA om 29 %. Vidare har en diskonteringsränta om 12,6 % 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. Baserat på Analyst Groups antaganden uppgår summan av de nuvärdesberäknade fria kassaflöden till ca 232 MSEK. Givet detta och antalet utestående aktier härleds således ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,89 kr för Drug Delivery.

0,89 KR
PER AKTIE FÖR
DRUG DELIVERY

De riskjusterade estimerade kassaflödena har ett nuvärde om ca 232 MSEK, motsvarande ett värde per aktie om ca 0,89 kr.

Diskonterade riskjusterade fria kassaflöden, Base scenario 2030E-2045E



Källa: Analyst Group

Sammantaget speglar den konservativa ansats i vår värdering av Drug Delivery bl.a. genom att endast två behandlingsområden 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 0,61 kr per aktie samt Drug Delivery om 0,89 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,51 kr i ett Base scenario.

1,51 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

Bull scenario

I ett Bull scenario accelererar den geografiska expansionen av primärt Odor Control samt Smell Training och Nozoil 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. Förvärvet av Nozoil bedöms bidra med tillväxt genom utvunna intäkts synergier, där expansion på nya marknader blir mer lyckosamt och sker i en snabbare takt jämfört med ett Base scenario.

Bull scenario

Core Business

0,87 kr

Drug Delivery

1,44 kr

SOTP, nuvärde per
aktie
2,32 kr

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 59 % under åren 2024-2028, för att år 2028 uppvisa en omsättning om 102 MSEK. En hög omsättningstillväxt i kombination med en kostnadsbas som estimeras växa i en långsammare takt än försäljningen genom bl.a. utvunna kostnadssynergier genom förvärvet av Nozoil, förväntas bidra till en starkt lönsamhet, motsvarande en EBIT-marginal om 23 % 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 60 MSEK motsvarar det ett Enterprise Value om ca 260 MSEK. Med en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % medför det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,87 kr för Core Business i ett Bull scenario.

Sett till Drug Delivery så värderas även i ett Bull scenario endast två potentiella behandlingsområden, alzheimers och 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 1,44 kr genom en rNPV-modell.

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering, där den härledda värderingen av Core Business om 0,87 kr per aktie samt Drug Delivery om 1,44 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 2,32 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 28 %, varav 17 % organiskt, under åren 2024-2028, vilket medför en omsättning om ca 44 MSEK år 2028.

Den lägre omsättningstillväxten, i kombination med en estimerad sjunkande bruttomarginal givet att valutamotvinden avtar, förvärvet av Pharmacure samt ökad konkurrens, medför lägre lönsamhet, vilket i kombination med lägre tillväxt motiverar en lägre multipel. I ett Bear scenario appliceras en EV/S-multipel om 1,5x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 36 MSEK, vilket ger ett Enterprise Value om ca 54 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 0,27 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 0,27 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 0,47 kr i ett Bear scenario.

Bear scenario

Core Business

0,20 kr

Drug Delivery

0,27 kr

SOTP, nuvärde per
aktie
0,47 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 5 081 759 aktier (2 %) 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 (0,9 %) 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 (1,7 %) 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 Handels-högskolan i Stockholm.

Aktieinnehav: Johan äger 2 253 473 aktier (0,9 %) 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 Eleka samt adjungerad styrelseledamot i Groschinskys Minnesfond. Susanna har en MSc i Financial Management från Handelshögskolan i Stockholm.

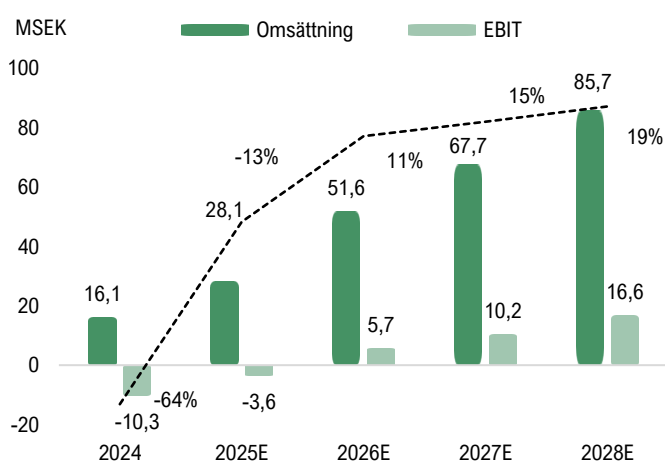
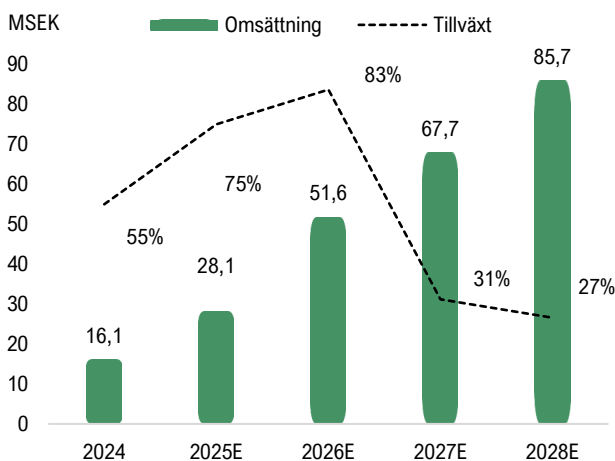
Aktieinnehav: Susanna äger 320 000 aktier (0,1 %) i Nosa Plugs.

**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 (0,2 %) i Nosa Plugs.

Base scenario (MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	28,1	51,6	67,7	85,7
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	28,2	51,7	67,8	85,7
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-9,2	-18,9	-23,4	-28,3
Bruttoresultat	7,0	11,2	19,0	32,8	44,4	57,4
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	67%	63%	65%	67%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-12,6	-13,7	-17,0	-20,5
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-7,3	-10,8	-13,8	-16,8
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	-0,2	-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	-1,1	8,2	13,5	20,1
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-4%	16%	20%	23%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,5	-2,5	-3,3	-3,5
EBIT	-46,5	-10,3	-3,6	5,7	10,2	16,6
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-13%	11%	15%	19%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2
EBT	-46,6	-10,1	-3,8	5,3	9,9	16,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	-1,1	-2,0	-3,4
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-3,8	4,2	7,8	13,0
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-14%	8%	11%	15%

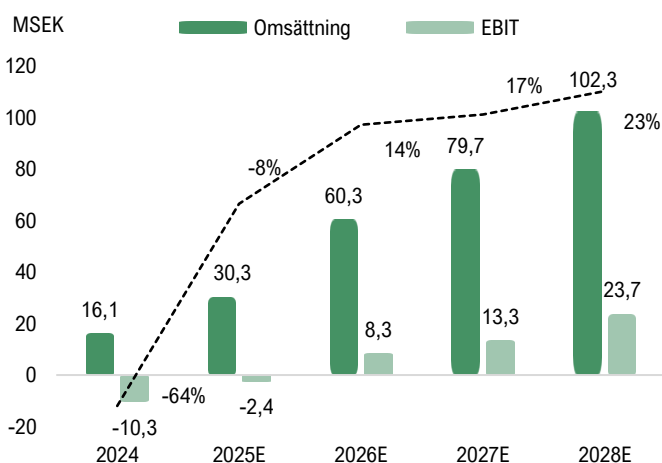
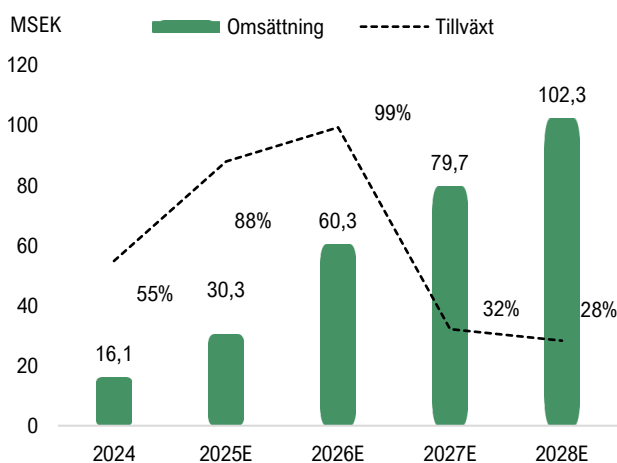




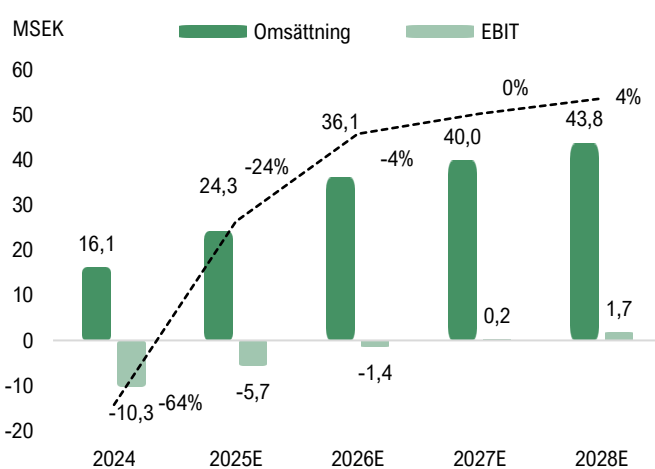
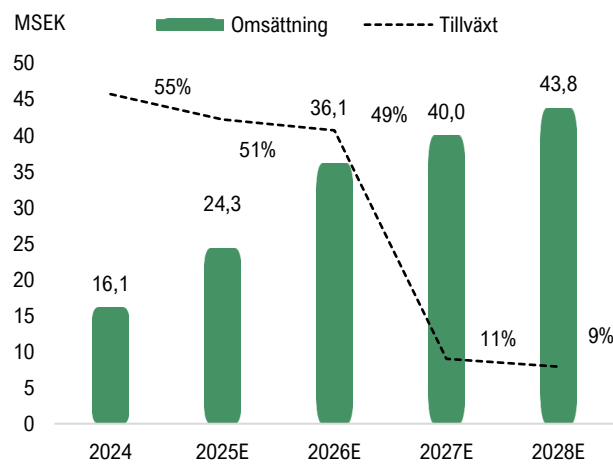
Peer-tabell nordiska SaaS-bolag

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	2 025	1 806	26%	92%	85%	6%	15%	5,8	4,3
Admicom	2 577	2 521	5%	98%	96%	31%	13%	6,2	5,3
Lime	4 629	4 785	13%	68%	100%	31%	14%	6,7	5,7
Upsales	579	555	1%	100%	69%	22%	20%	3,8	2,9
Formpipe Software	1 573	1 546	6%	80%	100%	16%	9%	2,8	2,5
Opter	732	698	17%	94%	100%	23%	n.a.	7,4	n.a.
Impero	260	242	28%	100%	97%	-25%	n.a.	4,3	n.a.
Medelvärde	1 768	1 736	14%	90%	92%	15%	14%	5,3	4,1
Median	1 573	1 546	13%	94%	97%	22%	14%	5,8	4,3
Nosa Plugs	195	189	45%	n.a.	72%	-30%	83%	10,4	3,7

Bull scenario (MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	30,3	60,3	79,7	102,3
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	30,3	60,4	79,8	102,4
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-9,6	-21,3	-27,0	-32,9
Bruttoresultat	7,0	11,2	20,7	39,1	52,7	69,4
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	68%	65%	66%	68%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-12,9	-16,2	-20,2	-22,6
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-7,5	-11,8	-15,4	-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	0,3	11,0	17,1	27,7
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	1%	18%	21%	27%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,7	-2,7	-3,8	-4,1
EBIT	-46,5	-10,3	-2,4	8,3	13,3	23,7
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-8%	14%	17%	23%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2
EBT	-46,6	-10,1	-2,6	8,0	12,9	23,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	-1,6	-2,7	-4,8
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-2,6	6,3	10,2	18,7
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-9%	10%	13%	18%



Bear scenario (MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	24,3	36,1	40,0	43,8
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	24,3	36,2	40,1	43,9
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-8,3	-14,5	-16,2	-17,8
Bruttoresultat	7,0	11,2	16,0	21,6	23,9	26,1
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	66%	60%	60%	59%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-12,6	-13,3	-12,6	-12,4
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-6,6	-7,5	-8,5	-9,5
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	-3,3	0,8	2,7	4,0
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-14%	2%	7%	9%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-2,3	-2,2	-2,5	-2,3
EBIT	-46,5	-10,3	-5,7	-1,4	0,2	1,7
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-24%	-4%	0%	4%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2
EBT	-46,6	-10,1	-5,8	-1,8	-0,2	1,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-5,8	-1,8	-0,2	1,2
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-24%	-5%	-1%	3%



Disclaimer

Ansvarsbegränsning

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