

Nosa Plugs (NOSA)



Nosar sig fram på nya marknader

Nosa Plugs AB ("Nosa Plugs" eller "Bolaget") är ett medicinteknikbolag som har utvecklat intranasala andningsprodukter för bl.a. luktskydd och luktkräning, där Bolaget levererat en stark historisk tillväxt motsvarande 38 % CAGR åren 2019-2025. Genom en estimerad fortsatt hög tillväxttakt och ett positivt EBITDA-resultat under år 2026, drivet av organisk tillväxt, skalfördelar och förvärv av Nozoil, samt ett utvecklingsprojekt med hög potential i form av NOSA Cerevia, ser Analyst Group uppvärderingspotential i Nosa Plugs. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,27 kr (1,32) i ett Base scenario.

Hög tillväxt drivet av förvärv och stark utrullning av Nozoil

Omsättningen uppgick till 8,2 MSEK (4,2) under Q1-26, motsvarande en tillväxttakt om 94 %, varav 27 % var organisk, vilket var något under vårt estimat om 9,3 MSEK. B2B-försäljningen växte med 18 % till 3,9 MSEK (3,3), där upphandlingar i Provence och Norge fortsatt bedöms utgöra viktiga tillväxt drivare framgent. B2C-försäljningen växte med 369 % till 4,3 MSEK (0,9), primärt drivet av förvärvet av Nozoil. Vi lämnar B2B-prognosen i stort oförändrad, justerar ned tillväxtestimaten något inom Smell Training givet en stabil men inte accelererande utveckling, och skruvar upp Nozoil-estimaten givet den höga lanseringstakten på nya marknader.

Lönsamhetsförbättring estimeras under år 2026

Bruttomarginalen stärktes till 63 % (57,7 % i Q4-25), förklarad av en produktmix med högre B2B-andel och fortsatt avveckling av tidigare uppköpt lager från Pharmacure. EBITDA-resultatet uppgick till -0,3 MSEK, vilket understeg våra estimat (0,7 MSEK) och är i sin helhet är hänförligt till den lägre försäljningen, samtidigt som kostnadsbasen var fortsatt välkontrollerad. Givet fortsatt tillväxt mot en relativt fast kostnadsbas, i kombination med säsongsmässigt starkare kvartal framgent, estimeras lönsamheten stärkas successivt under året, där en EBITDA-marginal om ca 12 % för helåret 2026 estimeras.

NOSA Cerevia – namnbyte markerar kommersialisering

I samband med Q1-rapporten meddelade Bolaget att läkemedelsplattformen Drug Delivery framgent benämns NOSA Cerevia, vilket markerar en övergång till en mer kommersiellt orienterad fas. Bolaget har sedan en längre tid fört dialog med två läkemedelsbolag, varav ett testar molekyler i plattformen. Processen går dock framåt i en långsammare takt än tidigare estimerat, varför vi har skjutit fram våra prognoser avseende kommersialisering något, vilket även har inneburit en marginell nedjustering av vår värdering av NOSA Cerevia.

Uppdaterat värderingsintervall

Sammantaget medför justeringarna en marginell nedjustering av värderingen av NOSA Cerevia, medan värderingen av Core Business är oförändrad. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett uppdaterat sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,27 kr (1,32) i ett Base scenario.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,42 kr

Base

1,27 kr

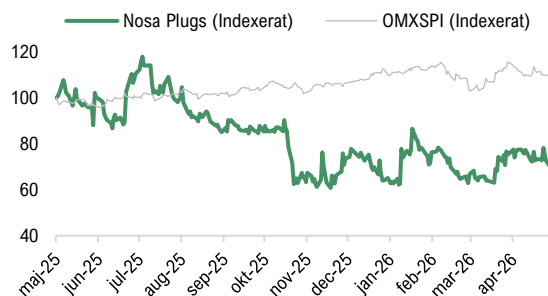
Bull

1,92 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2026-05-20)	0,53
Antal Aktier (st.)	259 609 439
Market Cap (MSEK)	137,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-3,4 ¹
Enterprise Value (MSEK)	134,5
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 2 2026	2026-08-21

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2026-04-28) = INSYNSPERSON

Eiffel Investment Group SAS	6,3 %
Nordnet Pensionsförsäkring	4,5 %
The OneLife Company S.A.	3,9 %
Avanza Pension	3,7 %
Per Arvid Stefan Sjöberg	3,5 %

Prognoser (MSEK)²

	2025	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	23,9	43,8	53,8	63,5
Bruttokostnader	-8,2	-15,4	-17,6	-20,0
Bruttoresultat	16,0	28,5	36,2	43,6
Bruttomarginal	66%	65%	67%	69%
Rörelsekostnader	-24,3	-30,4	-34,1	-39,0
EBIT	-8,3	-1,9	2,1	4,6
EBIT-marginal	-36%	-5%	4%	7%
P/S	5,8	3,1	2,6	2,2
EV/S	5,6	3,1	2,5	2,1
EV/EBITDA	neg.	25,7	13,6	10,5
EV/EBIT	neg.	neg.	65,1	29,1

¹Inkl. kvarvarande köpeskilling Pharmacure

²Avser Core Business

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q1-rapport	4-5
Bolagsbeskrivning	6-7
NOSA Cerevia	8
Marknadsanalys	9
Finansiell prognos: Core Business	10-12
Finansiell prognos: NOSA Cerevia	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 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 Cerevia, 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.

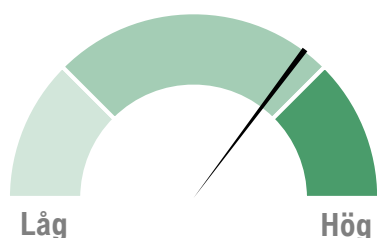
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Adrian Liljefors
Styrelseordförande	Dan Josefsberg

ANALYTIKER

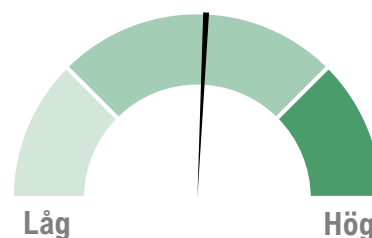
Namn	Axel Ljunghammer
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



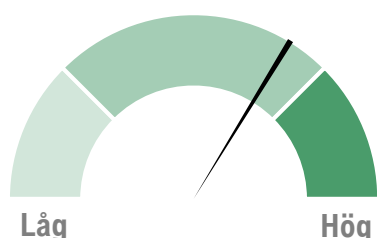
Nosa Plugs kan delas in i två ben: dels Core Business med befintliga produkter, dels NOSA Cerevia som är under utveckling, vilka båda utgör starka värde drivare. Core Business försäljning har vuxit starkt och förväntas fortsätta göra det genom ökad marknadsbearbetning på befintliga marknader såsom större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

Lönsamhet



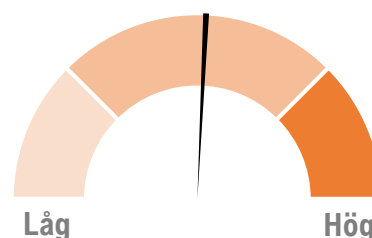
Bolaget har historiskt fokuserat på tillväxt och geografisk expansion, vilket initialt är kostsamt, i kombination med investeringar i produktionskapacitet. Framgent förväntas ett större fokus ligga på att växa på nuvarande marknader snarare än att expandera till nya, vilket i kombination med utvunna synergier från förvärvet av Nozoil 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. Insynsägandet uppgår till ca 5,9 %, vilket skapar incitament att skapa aktieägarvärde.

Risk



Nettokassan vid utgången av Q1-26 uppgår till ca 3,4 MSEK, där den återstående köpeskillingen för förvärvet av Pharmacure om ca 13,1 MSEK inkluderas. Efter förvärvets inkluderande estimeras Nosa Plugs uppvisa stark lönsamhet under år 2026 och vi bedömer den finansiella ställningen som stabil. NOSA Cerevia 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 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**

**1,27 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 inom B2B, vilket primärt härrör Odor Control, under de senaste åren, motsvarande en CAGR om 36 % mellan åren 2022-2025. Befintliga kunder, såsom sjuksköterskor på sjukhus, poliser eller personal inom äldreården, antas i hög grad återkomma och fortsätta använda produkten, vilket bidrar till återkommande intäkter, något som parallellt med nyförsäljning på befintliga marknader bidragit till den starka tillväxten. Den återkommande intäktsbasen är enligt Analyst Group något som bör premieras sett till värderingen av Nosa Plugs, vilket inte anses reflekteras i dagens värdering.

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 distributörnätverk. Slutligen förväntas förvärvet även medföra kostnadssynergier då Nosa Plugs kan samkordinera 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, NOSA Cerevia, vilket syftar till att använda Bolagets teknologi till att avge läkemedel. Nosa Plugs har lämnat in en internationell patentansökan för NOSA Cerevia 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 tas upp i blodplasma vid användning av NOSA Cerevia och där kompletterande organdata som publiceras under Q1-26 bekräftade klinisk relevant koncentration i hjärnvävnad. 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 38 % CAGR för Core Business under åren 2025-2028 estimeras. Med en applicerad EV/S-multipel om 3,3x på 2026 års försäljning om ca 44 MSEK och en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % härleds ett nuvärde per aktie om 0,53 kr. NOSA Cerevia värderas genom en rNPV-modell på två av de kommunicerade behandlingsområdena, alzheimers och epilepsi, varigenom ett nuvärde per aktie om 0,74 kr härleds. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds således ett sammantaget potentiell nuvärde per aktie om 1,27 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. Affärsområdet NOSA Cerevia är fortfarande i ett tidigt utvecklingsstadium, och flera viktiga steg återstår innan en eventuell lansering. Processen är ofta lång och komplex, med betydande osäkerheter, vilket innebär en risk för att produkten i slutändan inte når marknaden.

Omsättningstillväxten uppgick till 94 % - drevs av både organisk tillväxt och förvärv

94 %
OMSÄTTNINGSG-
TILLVÄXT

Under Q1-26 uppgick omsättningen till 8,2 MSEK (4,2), motsvarande en tillväxttakt om 94 %, där den organiska tillväxten uppgick till 27 %. Den organiska försäljningen uppgick därmed till 5,4 MSEK medan förvärvet av Pharmacure bidrog med 2,8 MSEK. Försäljningen var ca 12 % lägre än vårt estimat om 9,3 MSEK, där säsongsmönster avseende det förvärvade Nozoi utgör en osäkerhetsfaktor som gör kvartalsestimaten osäkra. Den organiska försäljningsutvecklingen var i stort i linje med våra förväntningar. Nedan följer en sammanfattning av Bolagets resultat i Q1-26 jämfört med våra estimat:

Utfall vs prognos (MSEK)	Q1-26E	Q1-26A	Diff
Nettoomsättning	9,3	8,2	-1,1
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,1	0,1
Totala intäkter	9,3	8,3	-1,1
Råvaror och förnödenheter	-3,4	-3,0	0,4
Bruttoresultat	5,9	5,2	-0,7
Bruttomarginal (adj.)	63,5%	63,0%	
Övriga externa kostnader	-3,3	-4,0	-0,7
Personalkostnader	-1,9	-1,4	0,5
Övriga rörelsekostnader	-0,0	-0,1	-0,1
EBITDA	0,7	-0,3	-0,7
EBITDA-marginal (adj.)	7%	-5%	
Avskrivningar	-1,8	-1,7	0,1
EBIT	-1,1	-2,0	-0,9
EBIT-marginal (adj.)	-12%	-26%	
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0
EBT	-1,1	-2,0	-0,9
Skatt	0,2	0,2	-0,0
Nettoresultat	-0,9	-1,8	-0,9
Nettomarginal (adj.)	-9%	-23%	

B2B-försäljningen växte till 3,9 MSEK (3,3), motsvarande en tillväxttakt om 18 %, vilket vi ser som en god utveckling mot ett relativt starkt jämförelsekvartal, då B2B-försäljningen växte med 41 % under Q1-25. Odor Control växer på samtliga marknader, ett viktigt kvitto efter hacket i tillväxtkurvan under Q3-25, där utfallet i Q1-26-rapporten bekräftar den återhämtning som Q4-25 antydde. Bolaget lyfter fram arbetet med *geo-fenced marketing* på sociala mediaplattformar som ett framgångsrecept, vilket innebär att riktade insatser mot sjukhus görs, vilket därmed når personalen där.

Under Q4-25 blev Odor Control upphandlat i en av Frankrikes största regioner, Provence och från mars år 2026 har en tidigare upphandling i Norge trätt i kraft, vilket avser en statlig upphandling för sjukvård och akutvård i hela landet. I vår intervju med VD Adrian Liljefors i samband med rapporten lyfte han fram att utvecklingen i Norge har varit positiv sedan upphandlingen trädde i kraft. Vi ser upphandlingar som en viktig tillväxt drivare för Odor Control framgent, då det underlättar inköp till sjukhusen. Nosa Plugs lägger just nu stort fokus på att växa inom fler regioner i Frankrike, vilket förväntas kunna bli en stark tillväxt drivare givet landets storlek, samtidigt som övriga marknader förväntas fortsätta leverera en stark tillväxt i linje med historiskt, givet produktens konkurrensfördelar och återkommande användarbas.

**NYA
UPPHANDLINGAR
ÄR EN TILLVÄXT-
DRIVARE FÖR ÅR
2026**

SNABB UTRULLINGS- TAKT FÖR NOZOIL

B2C-försäljningen uppgick till 4,3 MSEK (0,9), motsvarande en tillväxt om 369 %, varav Nozoil antas ha utgjort drygt 2/3 av försäljningen. Nosa Plugs har hållit en snabb utrullningstakt avseende Nozoil och har bl.a. lanserat i Österrike, Frankrike samt i än större utsträckning i Norge under år 2026. Nosa Plugs ambition är att rulla ut Nozoil på de marknader där Bolaget säljer övrigt sortiment, varför lanseringar på fler marknader förväntas framgent, där exempelvis Nederländerna, Belgien och UK är tänkbare nya marknader för Nozoil. Den höga lanseringstakten skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt för produkten, där hela konsumentsortimentet bl.a. lanserades på den franska apoteksmarknaden genom ett avtal med Phoenix OCP SAS efter utgången av Q1-26. OCP innehar en marknadsandel om cirka 30 % av apotekens inköp i Frankrike och levererar till över 70 % av landets cirka 20 000 apotek, vilket ger Nosa Plugs stark marknadstäckning i landet. Då Nosa Plugs inte särredovisar försäljningsutveckling för specifika produkter och med hänsyn till säsongeffekter är det svårt att dra slutsatser kring utvecklingen för produkten, men Bolaget kommunicerar att försäljningen hittills överstiger dess interna målsättningar.

Smell Training uppvisar en stabil tillväxt under kvartalet, där försäljningen fortsatt primärt genereras genom att patienter rekommenderas av läkare att använda produkten, medan Bolaget beskriver det som svårare att nå patienter genom andra kanaler. Analyst Group bedömer att Smell Training, givet den kliniska evidensbas som har etablerats genom studierna från Karolinska Institutet och Lunds universitet, fortsatt utgör en strategiskt viktig produkt inom konsumentsortimentet.

Bruttomarginalen uppgick till 63 %

63 % BRUTTO- MARGINAL

Bruttomarginalen uppgick till 63 % under kvartalet, i linje med våra estimat och en förstärkning jämfört med Q4-25 (57,7 %), men en lägre bruttomarginal än föregående år (73,6 %), hänförligt till förvärvet av Nozoil. Bruttomarginalen för övriga produkter utöver Nozoil är i linje med föregående år. Förbättringen jämfört med föregående kvartal förklaras av produktmix, där B2B med en högre bruttomarginal stod för en högre andel av försäljningen under kvartalet, samt att Nosa Plugs har sålt av ytterligare delar av det lager som Bolaget köpte av Pharmacure innan förvärvet, vilket säljs med en lägre bruttomarginal. Analyst Group räknar med att bruttomarginalen kommer vara på ungefär samma nivå som under Q1-26 under resterande del av året, om än något förstärkt under året, för att senare under prognosperioden stärkas ytterligare genom skalfördelar och optimering av produktionen av Nozoil.

Rörelsekostnader i linje med våra förväntningar

-0,3 MSEK EBITDA- RESULTAT

EBITDA-resultatet uppgick till -0,3 MSEK, jämfört med våra estimat om 0,7 MSEK, där avvikelser i sin helhet är hänförliga till den lägre försäljningen jämfört med estimerat. Rörelsekostnaderna uppgick till 5,6 MSEK, vilket var i nära linje med våra estimat. Kostnadsbasen var relativt stabil i jämförelse med de två föregående kvartalen, vilket indikerar att Bolaget efter förvärvet av Nozoil har behållit en relativt fast kostnadsbas. Den viktigaste faktorn för att stärka lönsamheten under resterande kvartal under år 2026 för att nå målet för helåret om en EBITDA-marginal om 15 % bedöms vara att fortsätta växa omsättningen starkt under året, vilket genom en förväntad relativt fast kostnadsbas förväntas generera marginalexpansion under året, även om vissa sälj- och marknadsföringskostnader förväntas växa i takt med försäljningen, om än inte i samma takt. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -0,1 MSEK och det fria kassaflödet uppgick till -0,3 MSEK, vilket är i nära linje med EBITDA-resultatet. Kassan uppgick till 16,8 MSEK vid utgången av kvartalet och givet att vi estimerar positivt resultat och kassaflöde för helåret 2026 så ser vi kassapositionen som stabil.

Sammanfattningsvis bedömer Analyst Group att Nosa Plugs levererade en Q1-26-rapport som visar på fortsatt starkt kommersiellt momentum, med en omsättningstillväxt om 94 %, varav 27 % var organisk, understödd av en återhämtning inom Odor Control och en hög lanseringstakt av Nozoil på nya geografier. Bruttomarginalen stärktes till 63 % jämfört med föregående kvartal och förväntas successivt stärkas ytterligare i takt med att produktionseffektiviseringar inom Nozoil realiserar. EBITDA-resultatet om -0,3 MSEK understeg vårt estimat, där avvikelser i sin helhet är hänförliga till den lägre försäljningen, samtidigt som kostnadsbasen var fortsatt välkontrollerad och stödjer vägen mot Bolagets mål om en EBITDA-marginal om 15 % för helåret 2026, ett mål vars uppfyllelse bedöms vara primärt beroende av fortsatt stark omsättningstillväxt under resterande del av året. Framgent ser Analyst Group avtalet med Phoenix OCP, som annonserades efter kvartalets utgång, som en särskilt viktig kommersiell milstolpe, vilken ger Nosa Plugs en bred apotekstäckning på den franska marknaden och utgör en av de mest betydande intäktssynergierna från förvärvet av Nozoil, vilket i kombination med den fortsatta Nozoil-utrullningen och nya upphandlingar inom Odor Control i Norge och Frankrike bedöms utgöra viktiga värde drivare under resterande del av år 2026.

**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 tillförelse av vald substans, 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), ett lukträningskit (Smell Training) samt en nässpray (Nosa Nozoil). Därtill har Bolaget ytterligare en produkt under utveckling, NOSA Cerevia, 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.

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.

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 förvärvade under Q3-25 Pharmaceutics, vilka har utvecklat Nozoil, varefter Nosa Plugs rullar ut Nozoil på marknaden där Bolaget redan har befintligt produktsortiment och distributörer på plats.

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 och 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.

Illustration av produkter



Källa: Nosa Plugs

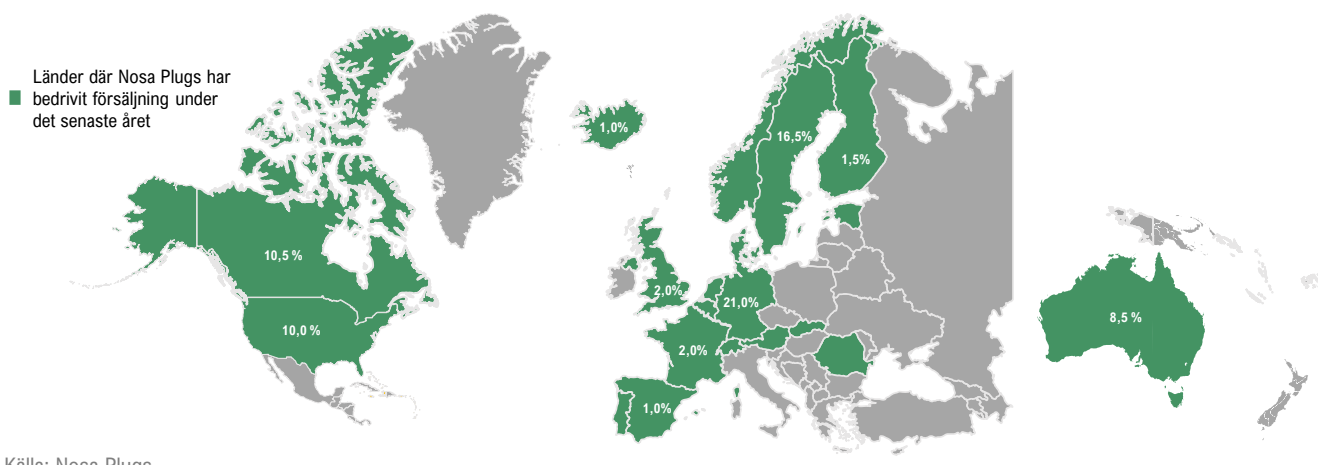
SJUKHUS ÄR DET VIKTIGASTE KUNDSEGMENTET

Intäktsmodell

Nosa Plugs nuvarande intäktsmodell kan delas upp i två segment: dels B2B-försäljning till sjukvården, äldrevården, polisen m.fl., dels B2C-försäljning via egen e-handel samt apotek. År 2025 stod B2B-försäljningen för 61 % 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 2025 utgjordes 39 % 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, Q1-25 – Q4-25



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 Q1-26 till 5 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 USA, vilka ses som intressanta marknader givet storleken och därmed antalet adresserbara användare. Vidare förväntas satsningar på geografisk expansion för Smell Training. Därtill utgör förvärvet av Nozoil en viktig strategisk pelare för framtida tillväxt och lönsamhet genom såväl intäcks- som kostnads synergier, där en hög lanseringstakt på nya marknader förväntas driva tillväxt. 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.

NOSA Cerevia 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 partnerns område.

GEOGRAFISK EXPANSION FÖRVÄNTAS DRIVA TILLVÄXTEN

NOSA Cerevia – 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 NOSA Cerevia. 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 näslemhinnan 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 Cerevia-plattform, 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 tableter, ger ofta en direkt effekt som sedan avtar, medan sustained release medför ett jämnt fördelat inflöde av läkemedlet och därmed även en mer jämnt fördelad effekt. Givet att Nosa Plugs lyckas med framtagningen av produkten för intranasal distribution av läkemedel förväntas Bolaget kapitalisera på denna trend.

Positiva resultat från labb-tester och in vivo-studie

Nosa Plugs har under de senaste åren genomfört oberoende labbtester och meddelade under Q1-24 positiva resultat, vilka visade att teknologin möjliggör både långsam och snabb läkemedelsfrisättning. Under Q4-24 slutfördes patentansökan för NOSA Cerevia, samtidigt som över 50 generiska läkemedel identifierats som potentiellt mer effektiva att administrera via Bolagets plattform jämfört med traditionella metoder. Ett urval av dessa har integrerats och i labb visat framgångsrik frisättning, inklusive substanser inom stora terapiområden såsom epilepsi, alzheimer, drogavvänjning och antidoter.

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

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 NOSA Cerevia, 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, vilket indikerar 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. Vidare publicerades organdata under Q1-26, vilka bekräftade att Memantin inte bara tas upp effektivt i blodplasma, utan även uppnår terapeutiskt relevanta nivåer i hjärnvävnad, vilket stärkte bevisläget för att plattformen kan möjliggöra riktad läkemedelsleverans till centrala nervsystemet genom att förbipassera blod-hjärn-barriären.

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 Cerevia-plattformen 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.

**PARTNERSKAP
FÖRVÄNTAS
VARA NÄSTA
STEG**

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 NOSA Cerevia på sikt. Teknologiplattformen antas ha flera fördelar som skapar hög potential för Nosa Plugs att vinna marknadsandelar, bl.a. genom *slow release*-tekniken, mindre påverkan på lever och organ samt att den fungerar för personer som är spruträdda eller ej kan svälja tableter. Däremot kvarstår flera steg innan en färdig produkt kan kommersialiseras, vilket kan vara en lång och svår process med flera osäkerhetsfaktorer.

Odor Control adresserar en stor global målgrupp

Nosa Plugs verkar som en relativt ensam aktör inom Bolagets nisch för diskreta luktskydd genom produkten Odor Control, där alternativa lösningar inkluderar luktspray och krämer som appliceras på huden under näsan. Odor Controls konkurrensfördelar gentemot dessa lösningar anses primärt vara användarvänligheten gällande bekvämlighet, enkelhet och effektivitet. Nosa Plugs luktskydd anses vara en del av "The Odor Control System Market", vilken avser marknaden för teknologier, produkter och lösningar som används för att kontrollera, reducera eller eliminera obehagliga lukter i olika miljöer. Marknaden förväntas växa med en CAGR om 5,9 % mellan åren 2025–2030, för att vid utgången av prognosperioden värderas till ca 8,1 mdUSD enligt Grand View Research. 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**

Anställda inom vård och omsorg i Europa och Nordamerika.

52,3 miljoner

Andel som utgör en direkt potentiell målgrupp för Nosa Plugs.

66 %

Personer som kan adresseras med Nosa Plugs produkter.

34,1 miljoner

Antagen intäkt per plugg.

3,7 kr

Antal pluggar per vecka och sjuksköterska.

2 st

Värde på adresserbar marknad.

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. Ett svikande luktsinne påverkar livskvaliteten negativt, och därtill kan det innebära fara för liv och egendom att inte känna lukten av brandrök eller gaser. Vidare är depression och nedstämdhet vanligare bland personer med förlorat luktsinne, vilket sammantaget speglar konsekvenserna av problemet.

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

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



Omsättningsprognos 2026-2028: Core Business

Nosa Plugs har under de senaste åren uppvisat en stark tillväxt motsvarande en CAGR om 38 % åren 2019-2025, vilken dessutom hämmades av pandemin som medförde ett hack i tillväxtkurvan under år 2021. Tillväxten har primärt 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, Smell Training och den nyligen förvärvade Nozoil.

Ökad penetration på stora marknader förväntas driva tillväxten inom Odor Control

Odor Controls primära målgrupp är personer som arbetar i återkommande illaluktande situationer. Den historiska tillväxten har utgjorts av återkommande användare samt nyförsäljning till nya kunder. 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. I december år 2025 blev Odor Control upphandlad i den franska sjukvårdsregionen APHM som täcker Provence i Frankrike och från mars år 2026 har den statliga upphandlingen nationellt i Norge trätt i kraft, vilket omfattar sjuk- och akutvård i hela landet. Dessa upphandlingar förväntas vara viktiga tillväxt drivare under år 2026, där fler upphandlingar på nya marknader förväntas ske och driva tillväxten på sikt.

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. Odor Control har en historik av en lojal, återkommande användarbas som historiskt har vuxit starkt givet de fördelar produkten har gentemot konkurrerande lösningar. Vi räknar med att detta kommer att fortsätta framgent, där B2B-benet, med primärt Odor Control, förväntas bidra med stabila och växande kassaflöden.

Förvärv av Nozoil förväntas stärka tillväxten genom intäktssynergier

Under Q3-25 förvärvades Pharmacure och dess produkt Nozoil, Nosa Plugs hade sedan tidigare ett exklusivt avtal avseende rättigheterna att sälja och marknadsföra Nozoil på utvalda marknader men genom förvärvet får Bolaget även tillgång till samtliga marknader där Nozoil har lanserats, vilket enligt Analyst Group medför intäktssynergier. Nozoil har sedan tidigare sålts på flertalet marknader innefattande bl.a. Kanada, Polen och Tjeckien, länder där Nosa Plugs idag har låg eller obefintlig försäljning. Genom Pharmacures befintliga försäljningsnätverk förväntas Nosa Plugs övriga B2C-sortiment effektivt kunna lanseras på dessa marknader. Vidare kommer Nozoil fortsätta lanseras på Nosa Plugs befintliga marknader där Bolaget redan har etablerade distributörsnätverk, vilket förväntas realisera intäktssynergier som stärker försäljningen av såväl Nosa Plugs befintliga produktsortiment som det förvärvade Nozoil. Sedan förvärvet slutfördes under Q3-25 har Bolaget haft en snabb lanseringstakt på nya marknader, bl.a. i Österrike, Frankrike samt i än större utsträckning i Norge. Nosa Plugs ambition är att rulla ut Nozoil på de marknader där Bolaget säljer övrigt sortiment, varför lanseringar på fler marknader förväntas framgent.

Hög estimerad tillväxttakt för Smell Training

Utöver Odor Control och Nozoil estimeras försäljningstillväxten under kommande år primärt vara hänförlig till Smell Training. En studie som slutfördes i juni år 2024 visade att produkten är en mer effektiv behandlingsmetod än konkurrerande metoder, vilket antas bero på dess enkelhet som möjliggör passiv luktråning. En långtidsstudie publicerad i december år 2025 visade därtill att Smell Training signifikant ökar både upplevd luktförmåga och livskvalitet hos personer med luktbortfall, vilket möjliggör ansökningar om godkännande för olika typer av högstkostnads skydd. Framgent förväntas produkten lanseras på fler geografiska marknader, vilket bedöms bidra till fortsatt stark tillväxt inom produktkategorin.

Sammanfattningsvis förväntas ovan nämnda faktorer, i kombination med fortsatt stabil tillväxt inom Microbial Control, bidra till en stark tillväxt under kommande år. Nosa Plugs har 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 fragmenterat, 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, där förvärvet av Nozoil utgör ett första sådant steg. Däremot, med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av ytterligare förvärv, i termer av storlek, tajming, finansieringen etc., väljer Analyst Group att exkludera potentiella framtida förvärv i gjorda prognoser.

UPPHANDLINGAR
VIKTIGA FÖR ATT
DRIVA TILLVÄXT

HÖG
LANSERINGSTAKT
AV NOZOIL PÅ
NYA MARKNADER

MER EFFEKTIV
BEHANDLING ÄN
KONKURRERANDE
METODER

Finansiell Prognos: Core Business

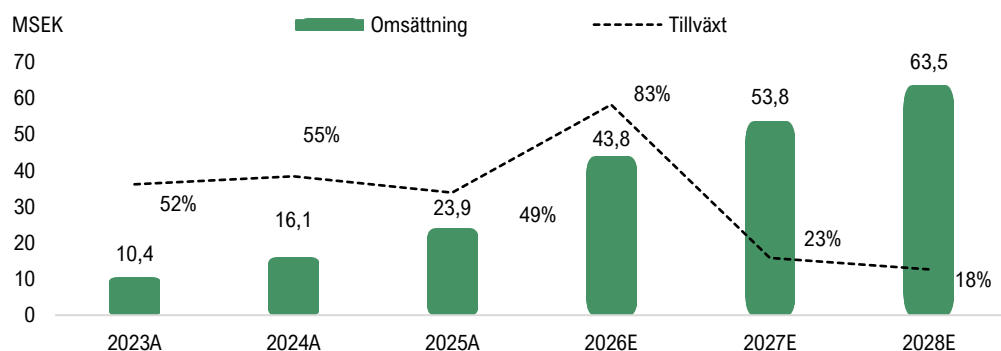
STICKY PRODUKT MEDFÖR ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

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 estimerad tillväxt. Under år 2026 förväntas detta bli en viktig tillväxt drivare, där nya upphandlingar i Frankrike och Norge är viktiga drivare i kombination med ökad användning på befintliga marknader.

Under år 2026 estimeras sammantaget en omsättning om ca 43,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 83 %, dels drivet av förvärvet av Nozoil, dels drivet av en estimerad organisk tillväxt om 33 %. Under resterande del av prognosperioden förväntas en fortsatt hög tillväxttakt, om än avtagande, drivet av att fler marknader penetreras avseende Bolagets produktsortiment, bl.a. genom nya upphandlingar inom B2B samt intäkts synergier från förvärvet av Nozoil inom B2C. **Sammantaget** estimeras en omsättningstillväxt med en CAGR om 38 % under åren 2025–2028, vilket motsvarar en omsättning om ca 63,5 MSEK år 2028.

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

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt, 2023-2028E



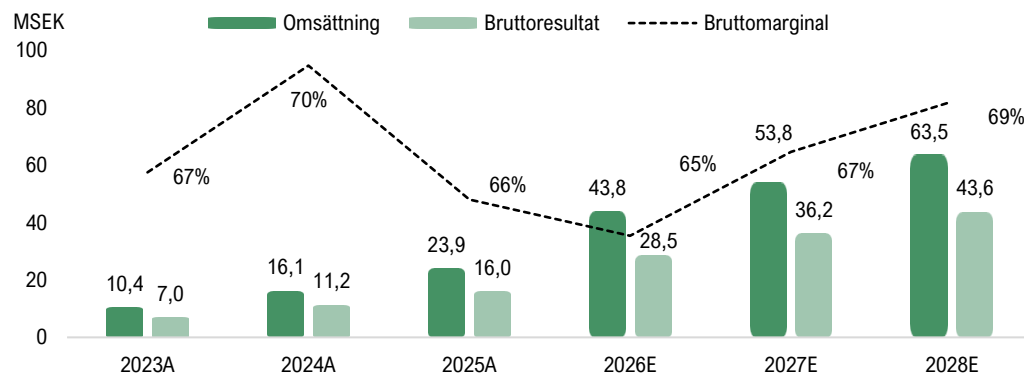
Källa: Analyst Groups prognoser

Bruttokostnader 2026-2028: Core Business

Nosa Plugs har sedan noteringen uppvisat en stark bruttomarginal, vilken under de senaste två åren har uppgått till ca 69 % i genomsnitt. Bruttomarginalen har tidigare 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 har reverseras med det senaste årets 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 lägre bruttomarginal under år 2026, då produkten har en något lägre bruttomarginal jämfört med övrigt produktsortiment, för att därefter återigen stärkas genom att ytterligare skalfördelar realiserar samt att effektivare produktion inom Nozoil implementeras.

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

Estimerad omsättning, bruttokostnader och bruttomarginal, 2023-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

Rörelsekostnader 2026-2028: Core Business

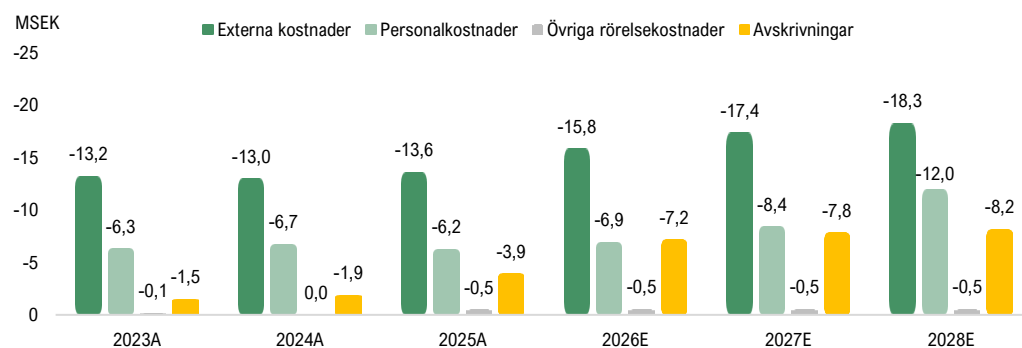
Nosa Plugs har en relativt liten organisation med 5 anställda vid utgången av Q1-26, där ett antal konsulter även antas stärka upp organisationen. Då produkterna säljs via distributörer har Bolaget ingen större egen säljstyrka, även om det finns säljare i organisationen för att understödja distributörernas arbete. Förvärvet av Nozoil förväntas medföra något högre kostnader initialt men på medellång sikt förväntas betydande kostnadssynergier kunna realiseras, där 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 till 10 vid utgången av år 2028, vilket medför att personalkostnaderna ökar från ca 6,2 MSEK år 2025 till ca 12 MSEK år 2028.

De externa kostnaderna antas primärt vara hänförliga till sälj- och marknadsföringsaktiviteter, konsulter, 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, utställningar på relevanta mässor och riktade kampanjer i sociala medier, 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 57 % år 2025 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. Avskrivningarna förväntas öka framgent då Nosa Plugs gör avskrivningar på goodwill och varumärke kopplat till förvärvet av Nozoil.

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

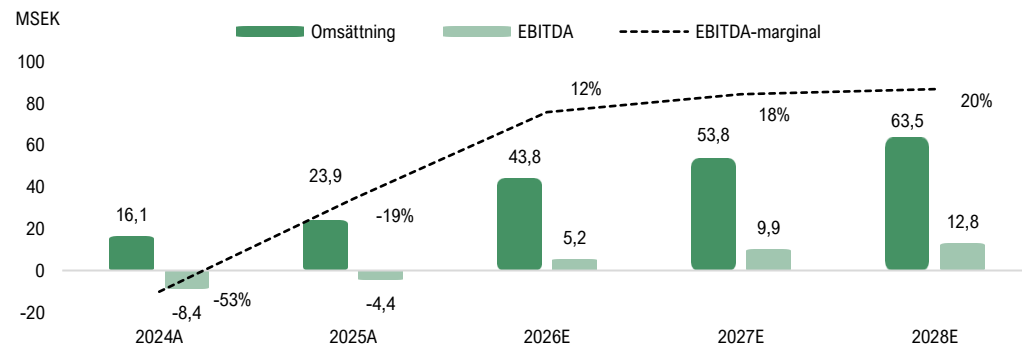
Estimerade rörelsekostnader, 2023-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

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

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



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

ESTIMERAD
STIGANDE
LÖNSAMHET

Finansiell prognos: NOSA Cerevia

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

I vår finansiella prognos och värdering av NOSA Cerevia har vi inkluderat två behandlingsområden som Bolaget kommunicerat uppvisat positiva resultat i labbmiljö, epilepsi och Alzheimers. Därtill visade vivo-studien som presenterades i juli år 2025 upp till åtta gånger så högt upptag i blodplasma jämfört med rekommenderad dos av alzheimers-läkemedlet Memantin, vilket ytterligare validerar användningen inom det terapiområdet.

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 2032, 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 sprutträdda 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.

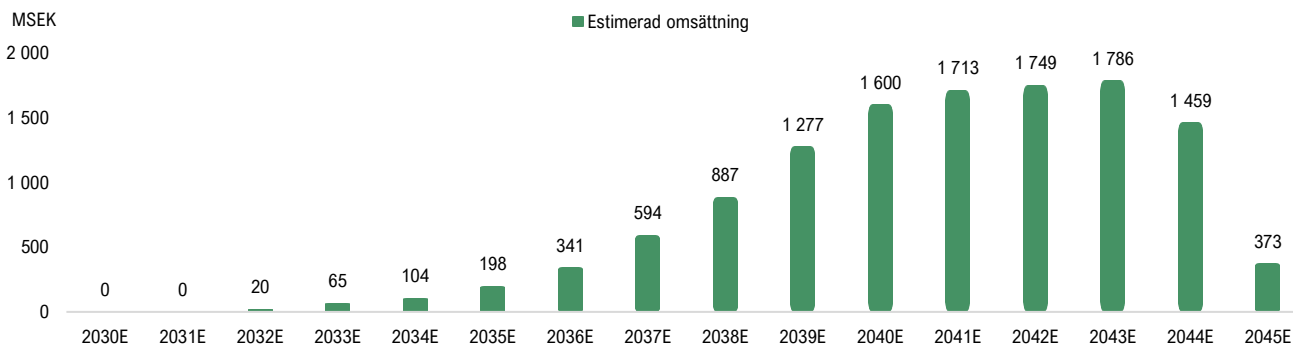
TVÅ MÖJLIGA
AFFÄRS-
MODELLER

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, vilka ofta tas dagligen för såväl alzheimers- som epilepsiläkemedel. Baserat på dessa antaganden estimeras detta medföra potentiella årliga intäkter om ca 1,7 mdSEK totalt vid *peak market share* inom de båda behandlingsområdena. 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 NOSA Cerevia (se s. 15).

Vi ser två möjliga affärsmodeller kopplat till NOSA Cerevia, 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 NOSA Cerevia 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 2032, med stark tillväxt därefter tills att *peak market share* nås.

Estimerade intäkter, NOSA Cerevia 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 gjorts 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 estimat 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 2025-2027E	2026E	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
Bactiguard	589	715	58%	5%	91%	-10%	5%	3,1	3,3	2,8
Iconovo	110	66	91%	n.a.	66%	-10%	n.a.	59,6	2,3	n.a.
Devysyer	1 503	1 529	76%	22%	82%	17%	26%	6,1	5,1	4,1
Senzime	718	685	81%	50%	64%	-45%	-11%	6,6	4,5	2,9
Mentice	422	381	41%	12%	89%	-1%	4%	1,4	1,2	1,1
BrainCool	306	255	94%	15%	29%	-61%	-21%	5,3	5,3	5,3
Ortoma	364	343	89%	41%	51%	-53%	-13%	5,4	4,7	2,7
Synthetic MR	80	51	81%	15%	n.a.	-33%	-16%	0,9	0,8	0,7
Redsence Medical	42	35	87%	21%	45%	-5%	1%	1,5	n.a.	n.a.
SciBase Holding	483	435	56%	62%	71%	-101%	-49%	11,0	6,6	4,2
Medelvärde	462	450	75%	27%	65%	-30%	-8%	10,1	3,8	3,0
Median	393	362	81%	21%	66%	-22%	-11%	5,3	4,5	2,9
Nosa Plugs	138	134	61%	50%	65%	-5%	4%	5,6	3,1	2,5

Då Nosa Plugs under de kommande åren förväntas fortsätta ta tillvara på befintliga tillväxtpotentialer 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 4,5x 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 **högre** skuldsättning än jämförelsebolagen

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

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

0,53 KR
PER AKTIE FÖR
CORE BUSINESS

Beträffande storlek så är Nosa Plugs i en liknande storlek som peer-bolagen, om än något mindre. Tillväxtmässigt förväntas en stark försäljningstillväxt under de kommande åren för Nosa Plugs, motsvarande 50 % CAGR mellan åren 2025-2027, vilket är snabbare än medianen för jämförelsebolagen om 21 % och således bör motivera en värderingspremie enligt Analyst Group. I tillväxtprognosen ingår förvärvet av Nozoil, den organiska tillväxten estimeras vara 30 % årligen under samma tidsperiod, vilket fortsatt är något högre än peers. Sett till lönsamhet så förväntas Nosa Plugs uppvisa en liknande bruttomarginal men något starkare EBIT-marginal år 2026 och 2027, då lönsamhetsförbättringar från förvärvet av Nozoil förväntas realiseras. Nosa Plugs soliditet uppgår till ca 61 %, något lägre än peers, men innehar likväl en stabil finansiell position enligt Analyst Group.

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 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 3,9x. 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 om 3,3x, vilken appliceras till 2026 års estimerade omsättning. Detta ger, givet 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 43,8 MSEK, ett Enterprise Value om ca 144,6 MSEK och med en tillämpad diskonteringsränta om 12,6 % ger det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,53 kr för Core Business i ett Base scenario.

50 LÄKEMEDEL
HAR IDENTIFIERATS
SOM
INTERESSANTA

Värdering: NOSA Cerevia

För att värdera Nosa Plugs pågående utvecklingsprojekt, NOSA Cerevia, 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 NOSA Cerevia antagit en konservativ ansats och 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%

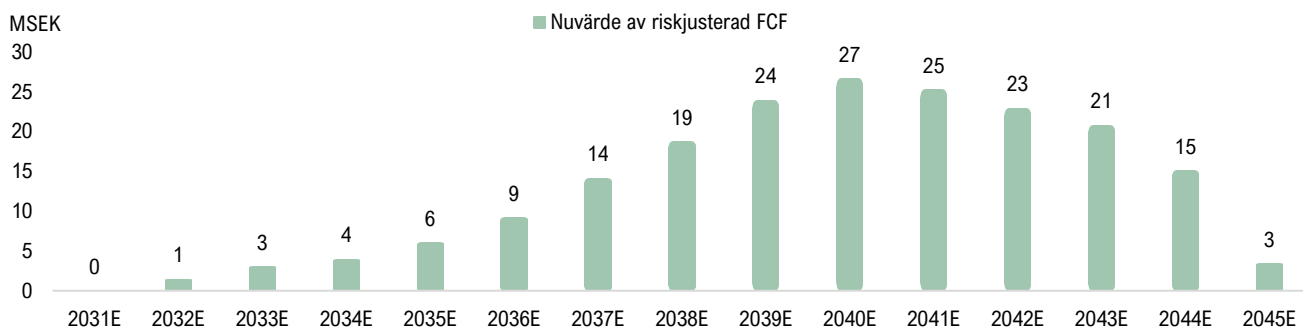
En LoA om 29 % speglar således en något högre sannolikhet att lyckas jämfört med ett läkemedelsbolag som genomför en Fas II-studie. För läkemedelsbolag sker oftast de första kliniska testerna i Fas I, vilket är nästa steg för Nosa Plugs. Däremot avser Bolagets kliniska studie inte en ny läkemedelssubstans utan endast distributionsmetoden, vilket enligt Analyst Group antas öka LoA, varför en LoA om 29 % ändå anses vara konservativt.

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 kassaflödena till ca 191 MSEK. Givet detta och antalet utestående aktier härleds således ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,74 kr för NOSA Cerevia.

0,74 KR
PER AKTIE FÖR
NOSA CEREVIA

De riskjusterade estimerade kassaflödena har ett nuvärde om ca 191 MSEK, motsvarande ett värde per aktie om ca 0,74 kr.

Diskonterade riskjusterade fria kassaflöden, Base scenario 2031E-2045E



Källa: Analyst Group

Sammantaget speglar den konservativa ansats i vår värdering av NOSA Cerevia 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 0,53 kr per aktie samt NOSA Cerevia om 0,74 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,27 kr i ett Base scenario.

1,27 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

0,73 kr

NOSA Cerevia

1,19 kr

SOTP, nuvärde per
aktie
1,92 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 50 % under åren 2025-2028, för att år 2028 uppvisa en omsättning om ca 80,2 MSEK. En hög omsättningstillväxt i kombination med en kostnadsbas som estimeras växa i en långsammare takt än försäljningen genom bl.a. utvunna kostnadssynergier från förvärvet av Nozoil, förväntas bidra till en starkt lönsamhet, motsvarande en EBITDA-marginal om 27 % 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 4x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 50 MSEK motsvarar det ett Enterprise Value om ca 200 MSEK. Med en tillämplig diskonteringsränta om 12,6 % medför det, efter tillägg av nettokassa, ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,73 kr för Core Business i ett Bull scenario.

Sett till NOSA Cerevia 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 1,19 kr genom en rNPV-modell.

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering, där den härledda värderingen av Core Business om 0,73 kr per aktie samt NOSA Cerevia om 1,19 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 1,92 kr i ett Bull scenario.

Bear scenario

Bear scenario

Core Business

0,20 kr

NOSA Cerevia

0,22 kr

SOTP, nuvärde per
aktie
0,42 kr

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 25 %, varav 14 % organiskt, under åren 2025-2028, vilket medför en omsättning om ca 46,4 MSEK år 2028.

Den lägre omsättningstillväxten, i kombination med en estimerad sjunkande bruttomarginal givet förvärvet av Nozoil och 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 1,4x på 2026 års estimerade nettoomsättning om ca 37,6 MSEK, vilket ger ett Enterprise Value om ca 52,7 MSEK. Med en tillämplig 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 NOSA Cerevia 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 0,22 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 NOSA Cerevia om 0,22 kr per aktie adderas, härleds ett sammantaget potentiellt nuvärde per aktie om 0,42 kr i ett Bear scenario.

**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 5 266 759 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 Handelshögskolan i Stockholm.

Aktieinnehav: Johan äger 2 253 473 aktier (0,9 %) i Nosa Plugs.



Per Mattsson, Styrelseledamot

Per är styrelseledamot sedan år 2026 och är annars Vice President, Head of AI och Clinical Innovation på Tieto Caretech. Under de senaste 26 åren har Per arbetat på Karolinska Universitetssjukhuset bland annat som: Director of Hospital Management, Division of Cardiovascular and Neuro.

Aktieinnehav: Per äger inga aktier i Nosa Plugs.

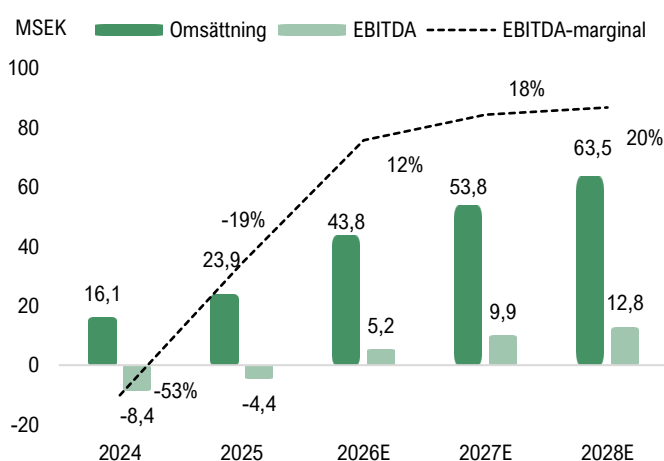
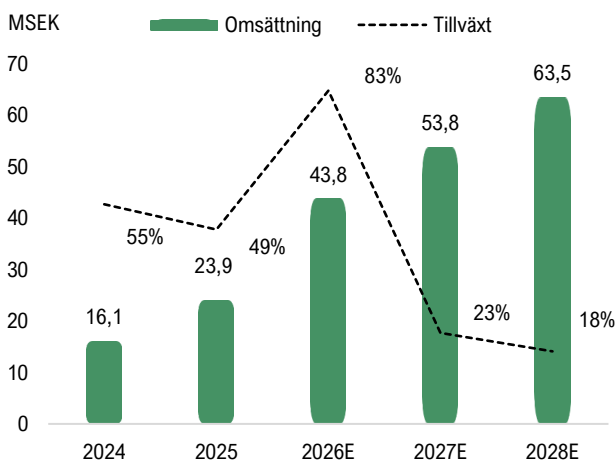


Tomas Ludvigsson, Styrelseledamot

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	2025	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	23,9	43,8	53,8	63,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	24,1	43,9	53,8	63,5
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-8,2	-15,4	-17,6	-20,0
Bruttoresultat	7,0	11,2	16,0	28,5	36,2	43,6
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	66%	65%	67%	69%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-13,6	-15,8	-17,4	-18,3
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-6,2	-6,9	-8,4	-12,0
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Jämförelsestörande poster	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-45,1	-8,4	-4,4	5,2	9,9	12,8
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-19%	12%	18%	20%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-3,9	-7,2	-7,8	-8,2
EBIT	-46,5	-10,3	-8,3	-1,9	2,1	4,6
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-36%	-5%	4%	7%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
EBT	-46,6	-10,1	-8,2	-1,9	2,1	4,7
Skatt	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,4	-1,0
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-8,0	-1,9	1,7	3,7
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-35%	-4%	3%	6%
Antal aktier (miljoner)	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6
Vinst per aktie (VPA)	neg.	neg.	neg.	neg.	0,01	0,01

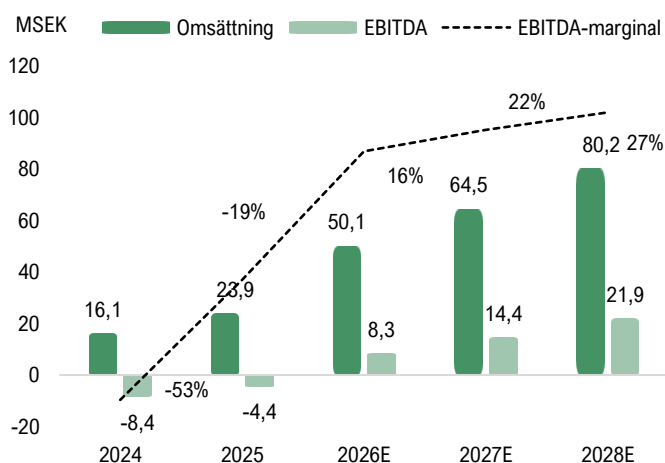
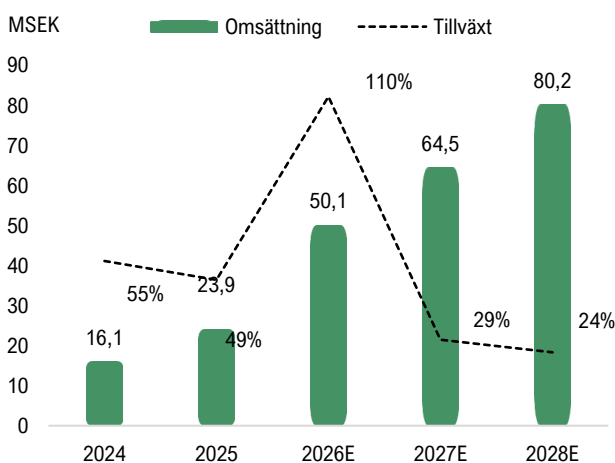


Peer-tabell nordiska SaaS-bolag

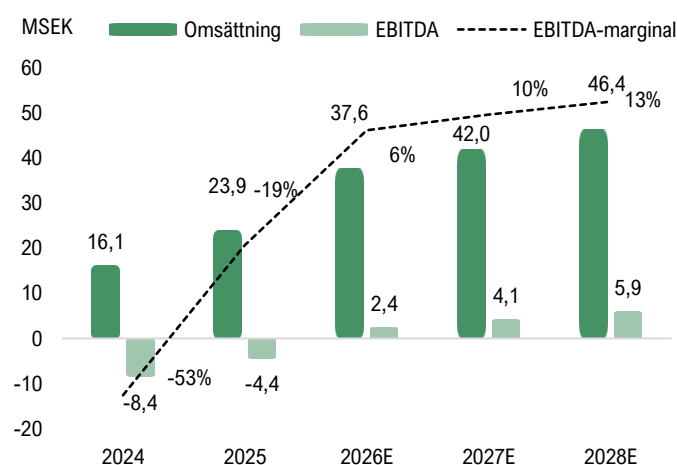
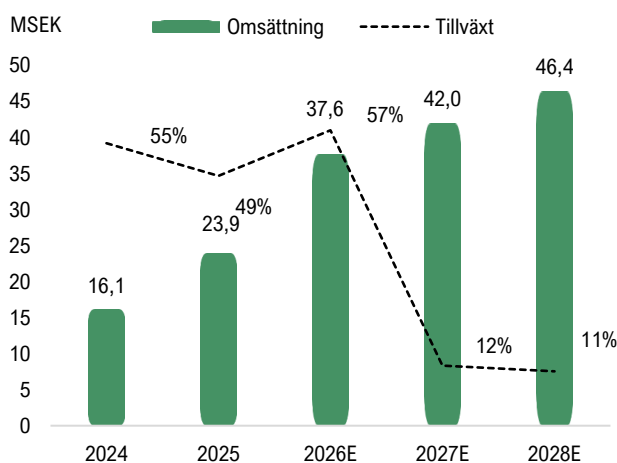
Nyckeltal	Market Cap	Enterprise Value	Omsättnings-tillväxt	Andel ARR	Bruttomarginal	EBITDA-marginal	Omsättnings-tillväxt	EV/S	EV/S
Nordiska SaaS-bolag	MSEK	MSEK	LTM	LTM	LTM	LTM	2026E	LTM	2026E
Carasent	1 754	1 653	19%	93%	84%	22%	9%	4,7	4,2
Admicom	1 631	1 533	6%	100%	96%	32%	6%	3,7	3,5
Lime	3 029	3 141	7%	66%	100%	31%	9%	4,2	3,9
Upsales	502	462	9%	97%	100%	25%	25%	2,9	2,4
Formpipe Software	1 062	1 024	0%	90%	100%	19%	2%	3,2	4,2
Opter	468	432	7%	97%	100%	26%	n.a.	4,3	n.a.
Impero	300	272	19%	100%	98%	-7%	n.a.	4,5	n.a.
Medelvärde	1 249	1 217	10%	92%	97%	21%	10%	3,9	3,6
Median	1 062	1 024	7%	97%	100%	25%	9%	4,2	3,9
<i>Nosa Plugs</i>	<i>138</i>	<i>134</i>	<i>59%</i>	<i>n.a.</i>	<i>64%</i>	<i>-16%</i>	<i>83%</i>	<i>4,8</i>	<i>3,1</i>

Finansiell prognos, kvartalsvis (MSEK)	Q1-25A	Q2-25A	Q3-25A	Q4-25A	2025A	Q1-26A	Q2-26E	Q3-26E	Q4-26E	2026E	Q1-27E	Q2-27E	Q3-27E	Q4-27E	2027E
Nettoomsättningstillväxt	50,1%	16,6%	-15,5%	133,5%	48,5%	93,5%	138,2%	164,0%	28,9%	83,2%	29,9%	20,4%	26,6%	17,8%	22,7%
Nettoomsättning	4,2	4,9	3,7	11,2	23,9	8,2	11,6	9,6	14,4	43,8	10,6	14,0	12,2	16,9	53,8
OPEX (exkl. D&A)	-3,8	-4,7	-6,0	-5,8	-20,3	-5,6	-5,9	-5,5	-6,3	-23,2	-6,1	-6,6	-6,2	-7,4	-26,3
EBITDA	-0,7	-1,3	-3,2	0,7	-4,4	-0,3	1,7	0,7	3,2	5,2	1,0	2,7	2,1	4,2	9,9
EBITDA-marginal	-16,0%	-25,8%	-86,2%	6,6%	-18,2%	-4,0%	14,5%	7,5%	22,0%	11,9%	9,1%	19,3%	17,0%	24,5%	18,4%
EBIT	-1,3	-1,9	-4,2	-1,0	-8,3	-2,0	-0,1	-1,1	1,3	-1,9	-1,0	0,7	0,1	2,2	2,1
EBIT-marginal	-31,2%	-38,6%	-113,8%	-8,6%	-34,8%	-24,8%	-0,9%	-11,1%	8,9%	-4,4%	-9,3%	5,3%	0,9%	13,0%	3,8%

Bull scenario (MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	23,9	50,1	64,5	80,2
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	24,1	50,2	64,5	80,3
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-8,2	-17,0	-20,6	-24,5
Bruttoresultat	7,0	11,2	16,0	33,1	43,9	55,8
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	66%	66%	68%	70%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-13,6	-16,3	-18,2	-19,0
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-6,2	-8,1	-10,8	-14,4
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Jämförelsestörande poster	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-45,1	-8,4	-4,4	8,3	14,4	21,9
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-19%	16%	22%	27%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-3,9	-7,4	-8,3	-8,7
EBIT	-46,5	-10,3	-8,3	0,9	6,1	13,2
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-36%	2%	9%	16%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
EBT	-46,6	-10,1	-8,2	1,0	6,1	13,2
Skatt	0,0	0,0	0,2	-0,2	-1,3	-2,7
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-8,0	0,8	4,9	10,5
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-35%	1%	7%	13%
Antal aktier (miljoner)	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6
Vinst per aktie (VPA)	neg.	neg.	neg.	0,00	0,02	0,04



Bear scenario (MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Omsättning	10,4	16,1	23,9	37,6	42,0	46,4
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	10,5	16,1	24,1	37,7	42,1	46,5
Handelsvaror	-3,5	-4,9	-8,2	-13,9	-15,7	-17,2
Bruttoresultat	7,0	11,2	16,0	23,8	26,4	29,3
Bruttomarginal (adj.)	67%	70%	66%	63%	63%	63%
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,0	-13,6	-14,8	-14,8	-14,8
Personalkostnader	-6,3	-6,7	-6,2	-6,3	-7,2	-8,3
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Jämförelsestörande poster	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-45,1	-8,4	-4,4	2,4	4,1	5,9
EBITDA-marginal (adj.)	-434%	-53%	-19%	6%	10%	13%
Avskrivningar	-1,5	-1,9	-3,9	-6,9	-7,0	-7,0
EBIT	-46,5	-10,3	-8,3	-4,5	-2,9	-1,1
EBIT-marginal (adj.)	-449%	-64%	-36%	-12%	-7%	-2%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
EBT	-46,6	-10,1	-8,2	-4,4	-2,8	-1,0
Skatt	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-46,6	-10,2	-8,0	-4,4	-2,8	-1,0
Nettomarginal (adj.)	-449%	-63%	-35%	-12%	-7%	-2%
Antal aktier (miljoner)	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6	259,6
Vinst per aktie (VPA)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.



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 2014-2026). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.