

Penser Access | Life Science | Sverige | 21 november 2022

# Nanologica

## Intressant läge inför 2023

## Försäljningen ännu begränsad

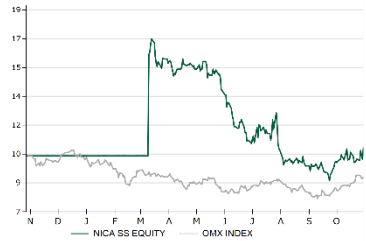
Som förväntat var nettoomsättningen i Q3'22 låg och uppgick till blygsamma 0,4 mkr (2,1). Bolaget höll även igen på kostnadssidan och EBIT förbättrades till -9,6 mkr (-11,7). Den viktigaste finansiella händelsen i kvartalet var nyemissionen som slutfördes och stärker kassan med knappt 77 mkr efter transaktionskostnader. Det ger bolaget en bra finansiell position inför en förväntad stegring i intäkterna från och med nästa år.

## Nya ordrar har tickat in

Utöver en pågående utvärdering hos en större insulintillverkare, så har bolaget tagit hem några ytterligare ordrar den senaste tiden inom prep och vi uppfattar att det hos flera tillverkare pågår materialutvärdering. Vi tror dock att processerna tar viss tid, men hoppas få mer klarhet kring dessa under det kommande året. Vi är fortsatt optimistiska att försäljningen kommer öka väsentligt under 2023, men vi har tagit ned vår prognos något i väntan på tydligare besked kring nya avtal.

**Oförändrat värde**

Bolaget är i ett spännande läge med storskalig produktion på plats och med det ett ökat intresse från kunder inom kromatografi-området. Även om vi blivit något mer försiktiga i våra estimat för närmaste åren, så ser vi framför oss en utveckling där Nanologica går från att vara ett utvecklingsbolag till att etableras som bolag med en tydlig tillväxtprofil. Vi upprepar vårt motiverade värde om 15–16 kr per aktie.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	15 - 16 kr												
Totala intäkter	5	-36	48	-33	Totala intäkter	19	5	48	130	Aktiekurs	10,7 kr												
EBIT, just.	-49	6	-34	-38	Intäktstillväxt	N.m.	N.m.	>100%	>100%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-1,5	5	-1,1	-44	EBITDA, just.	-25	-37	-21	6	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser					EBIT, just.	-36	-49	-34	-7														
Q4 - rapport	10 februari 2023				EPS, just.	-1,4	-1,5	-1,1	-0,3														
Q1 - rapport	28 april 2023				EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	27%	73%														
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	1,8	2,1	1,2	1,0														
Antal aktier	36m				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Börsvärde	380				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld	-8				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV	371				EV/Sales	21,9x	73,7x	8,0x	3,0x														
Free float	70%				EV/EBITDA	-	-	-	61,2x														
Daglig handelsvolym, snitt	6k				P/EK	7,5x	5,0x	9,1x	10,7x														
Bloomberg Ticker	NICA SS EQUITY				FCF yield	-	-	-	2%														
Analytiker					Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	0,2x	-0,3x	1,0x	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
Klas Palin																							
klas.palin@penser.se																							

## Investment case

Efter att ha nått viktiga framsteg under de senaste åren ser vi nu förutsättningar för att Nanologica går in i en försäljningsmässigt mer expansiv fas. Produktionsuppskalningen inom affärsområdet kromatografi är i mål och förhandlingar med storkunder pågår, där en första större kund är i slutskedet av utvärderingen. Vi ser potential för att fler diskussioner mynnar ut i konkreta avtal under 2022, vilket kommer att ge stöd för en ordentlig omsättningsökning som väntas bli synlig under 2023. Inom bolagets andra affärsområde, drug development, ser vi en spännande utveckling med första partnerprojektet som närmar sig klinisk fas. Därtill pågår internutveckling och vi förväntar oss mer information under nästa år (2023), vilket kommer att leda till bättre förståelse kring värdena inom området. Sammantaget anser vi att bolaget är i ett intressant läge, där nyhetsflödet väntas bidra till att tydliggöra bolagets tillväxtprofil.

## Bolagsprofil

Nanologica utvecklar, tillverkar och marknadsför nanoporös silika (kiseldioxid) och bolaget har en unik specialistkompetens i att kontrollera dess form, storlek, porositet och ytegenskaper. Verksamheten indelas i två affärssegment: drug development och kromatografi. Bolaget är verksamt på många platser runt om i världen med distributörer i Asien, Europa och Nordamerika. Huvudkontoret ligger i Södertälje, Sverige, där bolaget även har viss produktion. En storskalig produktionsenhet är även igångsatt i Storbritannien. Vd är Andreas Bhagwani och antalet anställda per den sista september uppgick till 20. Sedan den 29 mars 2022 handlas bolagets aktier på Nasdaq Stockholm Main Market.

## Värdering

För att värdera Nanologica använder vi oss av en kassaflödesvärderingsmodell (DCF), som baseras på estimat för vartdera affärsområde till och med 2031. För att ta höjd för finansieringsbehov har vi höjt vår WACC till 15 procent. När vi diskonterar framtida kassaflöden med vår WACC får vi ett värde om 15,1 kr (15,2) per aktie. Baserat på detta så sätter vi vårt motiverade värde till 15-16 kr (16-17).

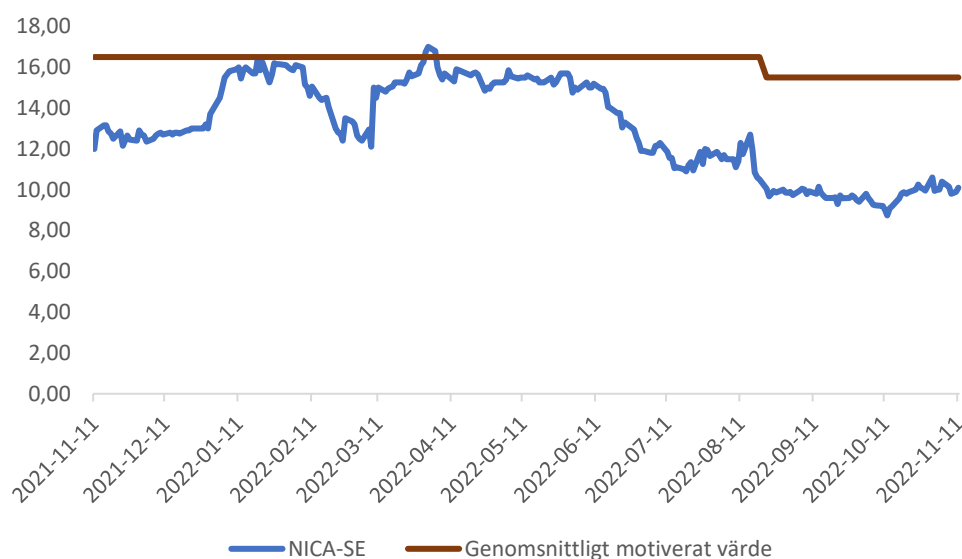
DCF-värdering	
NPV 2022-2031	180,2
NPV 2032-	351,8
Evig tillväxt	2%
Kassa	85,4
Skulder	-72,5
Värde	544,9
Värde per aktie	15,1

Källa: EPB

Känslighetsanalys						
		WACC				
		13%	14%	15%	16%	17%
Terminal EBIT	20%	17,1	14,7	12,7	11,0	9,6
	23%	18,7	16,1	13,9	12,0	10,4
	26%	20,4	17,5	15,1	13,0	11,3
	29%	22,1	18,9	16,4	14,0	12,2
	32%	23,8	20,3	17,5	15,1	13,0

Källa: EPB

### Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

### Blygsam omsättning i Q3'22

I det tredje kvartalet hade bolaget en nettoomsättning på 0,4 mkr (2,1) och som uteslutande kom från affärsområdet kromatografi. Det är fortsatt analytisk kromatografi (lågvolymiskunder) som står för intäkterna, medan verksamheten inom preparativ kromatografi (prep), högvolymiskunder, är under uppbyggnad. Utvärderingsprocessen löper vidare hos en större insulintillverkare och några nya kunder har därefter tillkommit, som utvärderar materialet för storskalig produktion. Det ser lovande ut och besked väntas under 2023 huruvida dessa kunder väljer att ta in det i sin produktion.

Inom drug development fanns inga intäkter under perioden och fokus riktas i det korta perspektivet på intern utveckling av plattformen för nanoporösa amorfa partiklar för inhalation, där målet är att under 2023 kunna identifiera kandidater för klinisk utveckling.

Bolaget höll igen på kostnadssidan och det gav stöd för minskad förlust på EBIT-nivå som uppgick till -9,6 mkr (-11,7). Vi räknar med att få se en viss ökning framöver i takt med att verksamheten inom prep växer.

### Prognosförändringar

Bolaget indikerar att utvärderingsprocesserna hos kunder inom prep är något längre än initialt bedömt, men att den verksamheten kommer omsättningsmässigt att ta över från H1 2023. Det är i linje med våra förväntningar, men vi väljer att ta ned förväntningarna på H1 och räknar med att större volymer kommer att bli aktuellt från H2 2023. Det ger vissa förskjutningar i våra estimat, men påverkar inte vår långsiktiga syn på verksamheten.

Prognosförändringar (mkr, SEK)				
		2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	Nya	1,7	42,8	121,9
	Tidigare	5,9	72,3	133,4
	(%)	-72%	-41%	-9%
EBIT	Nya	-49,2	-34,0	-6,9
	Tidigare	-52,3	-24,7	-4,5
	(%)	6%	-38%	-53%
EPS	Nya	-1,89	-1,38	-0,37
	Tidigare	-2,00	-0,96	-0,25
	(%)	5%	-44%	-49%

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	9	16	13	2	43	122
Övriga rörelseintäkter	5	4	6	3	6	8
<b>Totala intäkter</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>48</b>	<b>130</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>29</b>	<b>77</b>
Totala rörelsekostnader	-24	-30	-36	-41	-51	-71
<b>EBITDA</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-21</b>	<b>6</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-21</b>	<b>6</b>
Totala avskrivningar	-5	-6	-10	-12	-13	-13
<b>EBITA, justerad</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>	<b>(36)</b>	<b>(49)</b>	<b>(34)</b>	<b>(7)</b>
<b>EBIT</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-49</b>	<b>-34</b>	<b>-7</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-49</b>	<b>-34</b>	<b>-7</b>
Finansnetto	-1	-3	-4	-4	-5	-4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>	<b>-39</b>	<b>-11</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>	<b>-39</b>	<b>-11</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>	<b>-39</b>	<b>-11</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>	<b>-39</b>	<b>-11</b>

Källa: Nanologica, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-20	-20	-36	-49	-34	-7
Övriga kassaflödesposter	5	6	10	12	13	13
Förändringar i rörelsekapital	6	-28	-12	1	18	8
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-9</b>	<b>-42</b>	<b>-37</b>	<b>-36</b>	<b>-4</b>	<b>15</b>
Investeringar	-31	-7	-7	-6	-8	-8
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-39</b>	<b>-48</b>	<b>-44</b>	<b>-42</b>	<b>-11</b>	<b>7</b>
Nyemission / återköp	20	115	-2	112	-18	-2
<b>Kassaflöde</b>	<b>-20</b>	<b>67</b>	<b>-46</b>	<b>70</b>	<b>-29</b>	<b>5</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>14</b>	<b>-56</b>	<b>20</b>	<b>-8</b>	<b>7</b>	<b>6</b>

Källa: Nanologica, EPB

Balansräkning						
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	13	14	14	16	17	18
Materiella anläggningstillgångar	1	2	2	2	2	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>39</b>
Varulager	4	5	2	2	9	22
Kundfordringar	3	30	43	42	33	21
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1	66	11	77	43	44
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>8</b>	<b>101</b>	<b>57</b>	<b>121</b>	<b>85</b>	<b>87</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>51</b>	<b>146</b>	<b>98</b>	<b>158</b>	<b>122</b>	<b>126</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	5	93	52	76	42	36
<b>Summa eget kapital</b>	<b>5</b>	<b>93</b>	<b>52</b>	<b>76</b>	<b>42</b>	<b>36</b>
Långfristiga räntebärande skulder	6	4	28	50	50	50
Övriga långfristiga skulder	18	28	4	2	3	4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>32</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>54</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	3	3	3	19	0	0
Leverantörsskulder	2	3	5	6	8	8
Övriga kortfristiga skulder	11	12	8	6	20	29
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>30</b>	<b>27</b>	<b>37</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>51</b>	<b>146</b>	<b>98</b>	<b>158</b>	<b>122</b>	<b>126</b>

Källa: Nanologica, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	41%	N.m.	N.m.	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	5%	N.m.	N.m.	43%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	3%	N.m.	N.m.	31%	80%
EPS-tillväxt, justerad	-	37%	N.m.	N.m.	27%	73%
Bruttomarginal	96,5%	99,2%	85,2%	>100%	68,8%	63,3%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Nanologica, EPB

Avkastning						
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Nanologica, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	27%	23%	13%	36%	19%	17%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	>100%	>100%	>100%	68%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	66%	59%	41%	73%	54%	52%
Rörelsekapital / totala intäkter	-39%	99%	>100%	>100%	31%	5%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,2x	0,2x	0,0x	0,5x	1,5x

Källa: Nanologica, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	14	-56	20	-8	7	6
Soliditet	11%	64%	52%	48%	34%	28%
Nettoskuldsättningsgrad	2,7x	-0,6x	0,4x	-0,1x	0,2x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-1,0x	4,0x	-0,8x	0,2x	-0,3x	1,0x

Källa: Nanologica, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-1,27	-0,80	-1,41	-1,48	-1,07	-0,29
EPS, justerad	-1,27	-0,80	-1,41	-1,48	-1,07	-0,29
FCF per aktie	-2,37	-1,73	-1,57	-1,17	-0,31	0,18
Eget kapital per aktie	0,33	3,35	1,83	2,09	1,15	0,98
Antal aktier vid årets slut, m	16,6	27,8	28,2	36,1	36,1	36,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,6	27,8	28,2	36,1	36,1	36,1

Källa: Nanologica, EPB

## Värdering

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	32,2x	4,0x	7,5x	5,0x	9,1x	10,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	57,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	13,3x	15,8x	21,9x	73,7x	8,0x	3,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	61,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	189	316	406	371	387	386
Aktiekurs	10,5	13,4	13,7	10,5	10,5	10,5

Källa: Nanologica, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)  
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM  
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)