

## Uppdatering kv1 2025

### ELICERA THERAPEUTICS

Elicera Therapeutics, ett immunonkologibolag, utvecklar ELC-100 i fas I/IIa för behandling av neuroendokrina tumörer, ELC-301, en CAR T-behandling i fas I/IIa för Non-Hodgkins B-cellslymfom och tillgångar i preklinisk fas. Bolaget bildades 2014 och huserar i Göteborg, Sverige.

CEO: Jamal El-Mosleh

CoB: Agneta Edberg

<https://www.elicera.com/investors>

List: Nasdaq First North Stockholm

Last: SEK 6,4

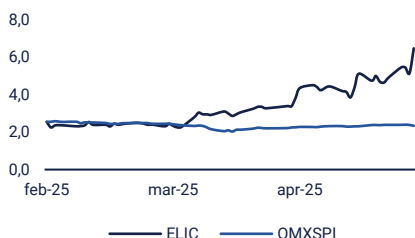
Market cap: SEK 311m

Enterprise value: SEK 265m

Bloomberg: ELIC:SS

Refinitiv Eikon: ELIC.ST

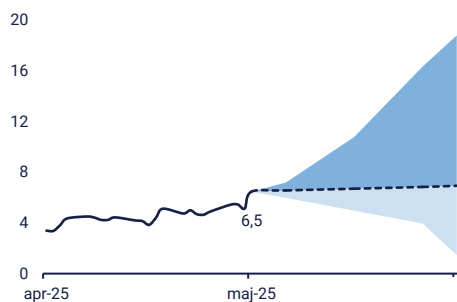
### AKTIEKURSUUTVECKLING



|                | 12M | YTD | 6M  | 1M |
|----------------|-----|-----|-----|----|
| Utveckling (%) | 594 | 287 | 273 | 69 |

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

### VÄRDERINGSINTERVALL



|                 | BEAR | BASE | BULL |
|-----------------|------|------|------|
| Aktiekurs (SEK) | 1,5  | 6,8  | 18,8 |
| Upp/nedsida (%) | -77  | 7    | 191  |

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Niklas Elmhammer  
Senior Equity Analyst

Herman Kuntscher  
Equity Analyst

## Tidiga CARMA-resultat stärker förhoppningar

Elicera presenterar lovande tidiga effektresultat från den inledande dosgruppen med bolagets CAR-T-behandling ELC-301 i blodcancerpatienter. Tillsammans med en förstärkt finansiell ställning ger det tillförsikt inför den fortsatta kliniska utvecklingen. Vi höjer värderingen i basscenariot till följd av mer optimistiska antaganden om framgång i CARMA-studien.

### Innovativ immunterapi för cancerbehandling

Elicera utvecklar nya cancerbehandlingar inom CAR-T-cellterapi, ett område som har genererat starka kliniska resultat i patienter med svårbehandlad cancer. Bakom bolaget står ledande forskare på området och flertalet av Eliceras kandidater är differentierade med en egen teknik kallad iTANK för att förstärka immunsvaret mot cancer. Forskningen har publicerats i värenummerade Nature och erhållit större forskningsstöd från bland annat EU. Marknaden för CAR-T-behandlingar uppgår till över fyra miljarder USD och växer snabbare än cancerläkemedel generellt.

### Lovande initiala resultat från första dosgrupp i CARMA-studien

Den kliniska studien CARMA med flaggskeppsprojektet ELC-301, där behandling ges till lymfompatienter med svårbehandlad sjukdom, inleddes under slutet av 2024. För närvarande pågår doseskaleringsdelen till vilken 12 patienter förväntas rekryteras. Vi bedömer att de övergripande resultaten från den första dosgruppen (tre patienter) är klart uppmuntrande. Två av tre patienter uppvisar komplett metabol respons vid behandling efter en respektive sex månaders uppföljning, vid behandling med den lägsta dosen (en tiondel av planerad dos för fas II). Två av patienterna, varav en med bekräftat svar på behandling, har tidigare blivit behandlade med CD19 CAR T terapi innan de inkluderades i CARMA.

I april meddelade Elicera att säkerhetskommittén efter bedömning rekommenderade att studien fortsätter med nästa dosnivå i kohort 2. Det innebär att dosen tripplas jämfört med kohort 1. Vi bedömer att det är förväntat och lovande att studien fortskrider enligt tidplan och att ingen dosbegränsande toxicitet har observerats.

### Kliniska framsteg och stärkt finansiell ställning ger höjd värdering

Under kv1 2025 stärktes den finansiella ställningen via likvid från utnyttjande av teckningsoptioner TO2. Därtill påverkades det operativa kassaflödet positivt till följd av delbetalning av EU-stöd. Per den 31 mars uppgick kassan till cirka 46 MSEK. Vi bedömer att det ger möjlighet att utveckla bolagets projekt mot ett skede där en eller flera utlicensieringar är ett realistiskt scenario.

Vi ser över vår värdering och beräknar nytt riskjusterat motiverat värde på cirka 6,8 (4,8) kronor per aktie i ett basscenario bland annat till följd av vi antar en höjd sannolikhet till lansering för ELC-301. Därutöver ser vi en betydande uppvärderingspotential i händelse av fortsatt positiv klinisk utveckling och ytterligare forskningsfinansiering.

### Nyckeltal (MSEK)

|                           | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning           | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 25,0  | 62,8  |
| Totala rörelseintäkter    | 1,3   | 11,2  | 7,1   | 9,7   | 25,0  | 62,8  |
| Bruttoresultat            | 1,3   | 11,2  | 7,1   | 9,7   | 25,0  | 62,8  |
| EBITDA                    | -19,4 | -17,1 | -16,9 | -13,3 | 5,2   | 51,0  |
| EBIT                      | -19,4 | -17,1 | -16,9 | -13,2 | 5,3   | 51,0  |
| EBT                       | -19,4 | -16,4 | -16,1 | -13,1 | 5,3   | 51,0  |
| Vinst per aktie           | -1,0  | -0,8  | -0,5  | -0,3  | 0,1   | 1,1   |
| Tillväxt, nettoomsättning | NaN   | NaN   | NaN   | NaN   | 158%  | 151%  |
| EBITDA-marginal           | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 21%   | 81%   |
| EBIT-marginal             | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 21%   | 81%   |
| EV/Sales                  | NaN   | NaN   | NaN   | NaN   | 10,6x | 4,2x  |
| EV/EBITDA                 | NM    | NM    | NM    | NM    | 50,8x | 5,2x  |
| EV/EBIT                   | NM    | NM    | NM    | NM    | 49,9x | 5,2x  |

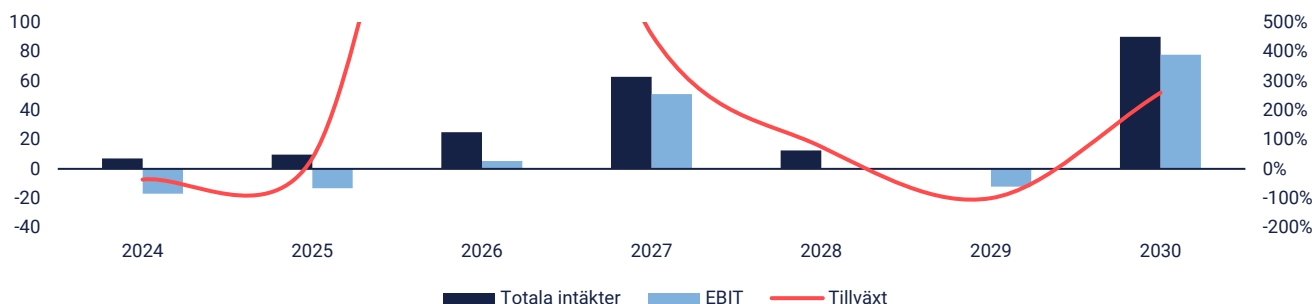
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Investment case

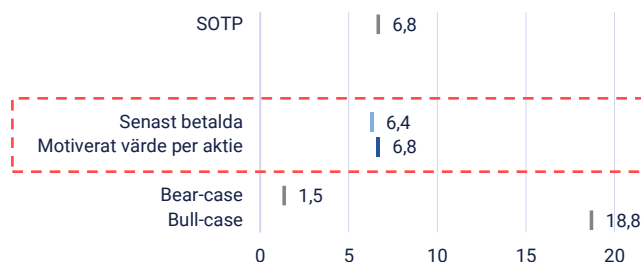
## Det enda svenska CAR-T-bolaget är nu i klinik

- **Differentierad immunterapi synas i kliniska studier:** Eliceras plattform iTANK för ökad immunaktivering kan användas i flera typer av immunterapi mot cancer och bolaget är därför inte fullt beroende av något enskilt internt projekt. Prekliniska resultat, liksom tidiga kliniska resultat i lymfom, är lovande och även om klinisk utveckling alltid är riskfylld hyser vi goda förhoppningar om att den pågående kliniska studien CARMA blir framgångsrik.
- **Likvid från utnyttjande av teckningsoptioner stärker finansiell uthållighet:** Under mars 2025 erhöll Elicera netto cirka 20 MSEK via teckning av teckningsoptionerna av serie TO2. Kombinerat med potentiella forskningsstöd bedömer vi det gör bolaget väl förberett för vidare klinisk utveckling och eventuella partnerdiskussioner. Bolaget har kommunicerat att kassan förväntas räcka till andra halvan av 2027, inkluderat möjligheten att presentera preliminära data för samtliga planerade patienter i CARMA-studien.
- **Validerade behandlingsmål:** Bolagets CART-T-behandling ELC-301 riktat sig mot CD20-protein på B-celler, vilket är ett av de mest validerade behandlingsmålen inom blodcancer. Även utformningen av hjärntumörbehandlingen ELC-401 har extern validering. Bolagets kraftfulla immunaktiverare NAP gör samtidigt projekten differentierade och unika. CARMA-studien kan ge såväl ELC-301 som iTANK ett möjligt kliniskt proof of concept inom två år. Det öppnar i sin tur för goda möjligheter till lukrativa samarbeten via utlicensiering av projekt och/eller iTANK-teknologin. Vi räknar med att bolaget kommer att ge återkommande uppdateringar från den kliniska utvecklingen under resans gång.
- **Forskningsstöd har burit flaggskepsprojekt in i klinik:** I jämförelse med de flesta andra mindre forskningsbolag på börsen bedömer vi att Elicera har ett lägre och mer hanterbart finansieringsbehov. Det beror i sin tur bland annat på mjuk finansiering från exempelvis EU och att projekten har en relativt kort väg till marknad (då de inriktar sig mot sällsynta sjukdomar). Vi ser goda möjligheter till ytterligare forskningsstöd i första hand för glioblastomprojektet ELC-401.
- **Potential till vidare uppvärdering:** Efter årets uppgång bedömer vi att Elicera har fått en mer rättvisande värdering. Med ett enterprise value på omkring 265 MSEK bedömer vi att Elicera värderas högre än andra nordiska forskningsbolag i motsvarande utvecklingsfas, även om spridningen är ganska stor. Vi ser fortfarande en betydande uppvärderingspotential i händelse av fortsatt positiv klinisk utveckling, ytterligare forskningsfinansiering och eventuella partnersamarbeten rörande befintliga projekt eller iTANK-teknologin.
- **Växande marknad:** De senaste åren har marknaden för CAR-T vuxit snabbt tack vare breddade indikationer och nya godkända behandlingar. Än så länge är dessa behandlingar enbart indikerade för blodcancer (förvisso en mycket stor marknad kommersiellt). På sikt utgör solida tumörer och autoimmuna sjukdomar potentiella användningsområden. CAR-T är fortfarande ett relativt hett område när det kommer till licensaffärer, både i termer av storlek och i aktivitet. Vi beräknar ett medianvärde om cirka 400 MUSD vid en utlicensiering av CAR-T-behandlingar.

### Riskjusterade intäkter och EBIT (MSEK), basscenario



**Ett motiverat värde på 6,8 SEK per aktie** beräknas i ett basscenario inom intervallet 1,5–18,8 SEK per aktie. Ett motiverat värde per aktie om 4,8 SEK motsvarar en potentiell uppsida om 117%. Motiverat värde motsvarar EV/Sales 2027 om 3,7x, Motiverat värde motsvarar EV/EBITDA 2027 om 5,0x.



**Ännu i tidig klinisk fas:** Även om det är glädjande att den första patienten i den pågående fas I/IIa studien CARMA behandlats med goda resultat så är det fortfarande långt kvar innan man är i mål. Fas I väntas pågå under 2025 och fas IIa starta nästa år.

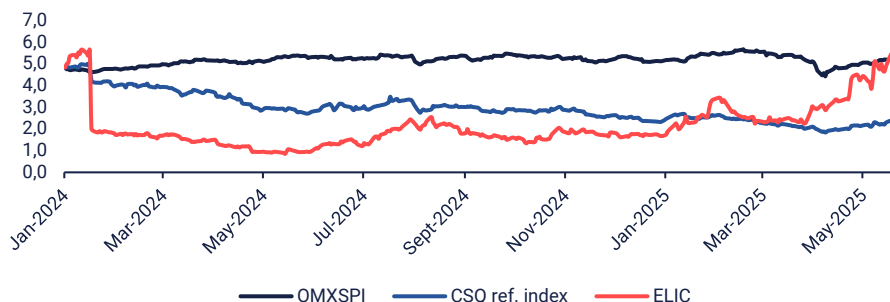
**Beroende av en licensaffär:** Framgent kommer det att behövas ett partnerskap för att realisera potentialen i projekten då Elicera inte har de finansiella musklarna att kommersialisera själva. Licensaffärer inom bioteknik är svåra att få till och skattningar av en potentiell affär är svåra att göra vilket ökar den associerade osäkerheten i siffrorna.

**Hård konkurrens bland CAR-T terapier inom lymfom:** Inom lymfomindikationen så finns det redan idag flera godkända terapier. Till skillnad från andra former av cancer där det ev. finns gluggar i behandlingen så kommer Elicera med partner behöva konkurrera direkt med andra. Det finns även fler behandlingar under utveckling med större läkemedelsbolag som ex. Janssen som licenstagare, som kan nå regulatoriskt godkännande före Elicera och således ha ett försprång.

## Aktiens utveckling

Grafen nedan visar utvecklingen sedan ett år tillbaka för Elicera-aktien i jämförelse med OMXSPI och CSQ-referensindexet, som består av aktier från den fullständiga referensgruppen. Aktien har uppvisat en relativt hög volatilitet historiskt och har sedan årsskiftet utvecklats mycket väl relativt index och jämförbara bolag.

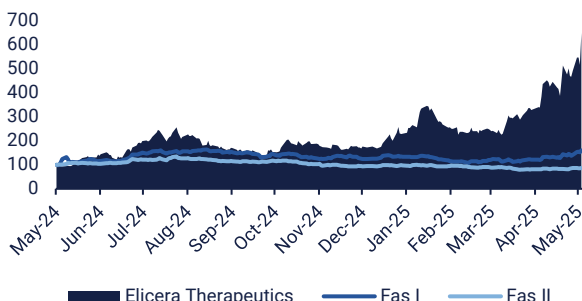
### Aktiekursutveckling mot referensindex och OMXSPI (Index 26 feb 2024)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

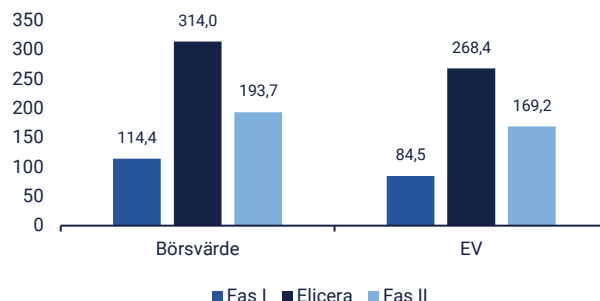
Vid en jämförelse av Elicera och andra nordiska bolag på årsbasis inom samma kliniska fas så ser har Eliceras haft en väsentligt starkare kursutveckling än . Det har även medfört att Elicera numera värderas högre än median för fas I och fas II.

### Eliceras aktiekurs (SEK) indexerad vid 2024-05-20



Källa: Capital IQ och Carlsquare

### Eliceras börsvärde och EV (MSEK) 2025-05-21



Källa: Capital IQ och Carlsquare

## Spännande nyhetsflöde väntar

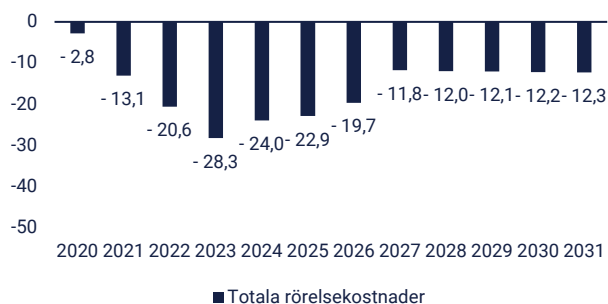
Vi ser ett värdedrivande nyhetsflöde för Elicera Therapeutics på både kort och medellång sikt. Bolagets målsättning är rapportera övergripande data för kohort 2 i CARMA-studien under 2025. Under sommaren väntas dessutom slutdata från dosskaleringsstudien med ELC-100.

Marknaden för CAR-T-behandlingar är dynamisk och präglas av en ganska hög innovationstakt, så även vad gäller lymfomområdet specifikt. Enligt J&J kan data från en pågående fas Ib-studie med JNJ-4496, en bispecifik CD19 x CD20 CAR-T, förväntas under året (ännu okänt när). Tidigare studier med denna kandidat har genererat lovande effektdata. Även om verkningsmekanismen är annorlunda än ELC-301 är det en tydlig potentiell konkurrent till befintliga CAR-T-behandlingar för lymfopatienter och även ELC-301, och kommande data kan ge en betydelsefull benchmark. Som bekant är ELC-301 målstyrd mot CD20 som antigen.

# Antaganden och prognoser

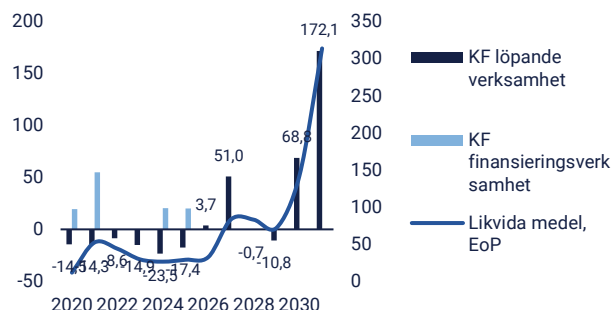
## Prognosjusteringar och prognoser på helårsbasis

### Rörelsekostnader (riskjusterade), MSEK



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Kassaflöde (riskjusterat), MSEK

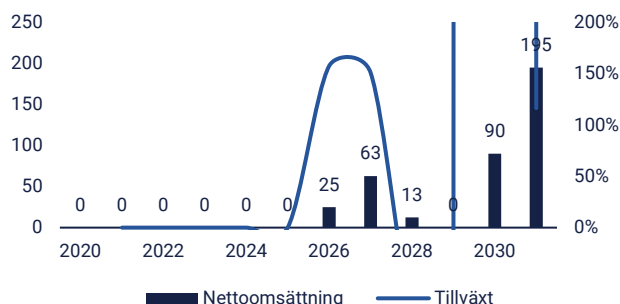


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår räknar vi med att rörelsekostnaderna ligger kvar på ungefär samma nivå som förra året. Elicera bryter inte ut hur stor andel av kostnaderna som utgör FoU. Vi antar emellertid att totala kostnader främst är drivna av projektutvecklingen. Våra prognoser är riskjusterade för att ta hänsyn till risken att projekten avbryts på grund av tekniska eller kliniska motgångar eller inte erhåller tillräcklig finansiering.

Vi ser milstolpsersättningar från eventuella licensaffärer som potentiella intäktsströmmar de närmaste fem åren. Vi ser flera möjligheter både från projektportföljen och iTANK-teknologin. I våra prognoser har vi räknat med utlicensiering av ELC-100 2026 och ELC-301 2027.

### Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (riskjusterad)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

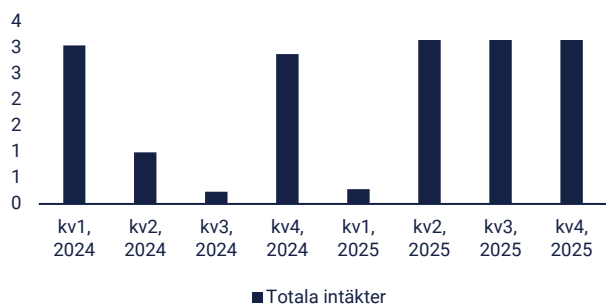
### EBITDA (MSEK) (riskjusterad)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## På kvartalsbasis

### Totala intäkter (MSEK)



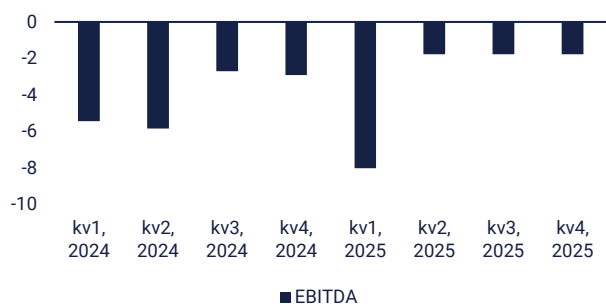
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Totala rörelsekostnader (MSEK)



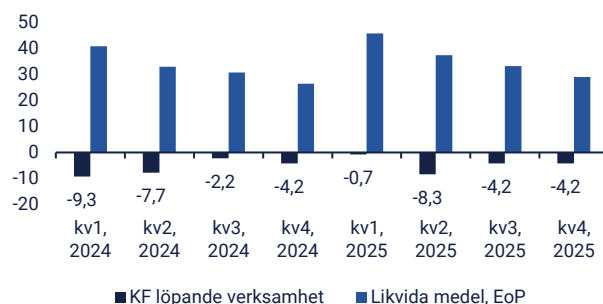
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBITDA (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Kassaflöde och likvida medel (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Motiverat värde inom ett intervall

Vår värdering i ett basscenario bygger på de försäljningsantaganden som vi beskriver i prognosavsnittet ovan och i vår initieringsanalys. Vi har använt oss av en riskjusterad DCF-värdering, enligt nedan. Riskjusteringen är baserad på utvecklingsrisker som vi tagit upp nedan, där vi räknar med sannolikheter att nå marknad på mellan sex och 21 procent med störst riskjustering för solida tumörer.

Efter inledande data och en positiv rekommendation från säkerhetskommittén har vi justerat upp sannolikhet till framgång i fas I-delen för ELC-301 till drygt 60 procent och sammantagen LOA till 20,9 (17,3) procent. Vi har ännu inte tagit med ELC-401/Glioblastom i vår värdering i basscenariot. Detta med hänsyn till att vi inte har några data från projektet.

I vår modell har vi använt en diskonteringsränta på 13,9 (14,5) procent. Detta baserat på en riskfri ränta på 2,25 procent, ett betavärde på 1,2 och en riskpremie på 9,7 (10,2) procent. Sänkningen motiveras av ett lägre storleksbaserat tillägg jämfört med tidigare.

Vi beräknar ett rörelsevärde om 282 (176) MSEK. Sammantaget landar det motiverade värdet i basscenariot på cirka 6,8 (4,8) kronor per aktie efter full utspädning och finansiering.

### Sammanställning Sum-of-the-parts-värdering, basscenario, MSEK

| Projekt                               | Indikation  | LOA*, % | Royalty, % | Peak Sales, MUSD | Lansering | rNPV, MSEK |
|---------------------------------------|-------------|---------|------------|------------------|-----------|------------|
| ELC-301                               | NHL         | 20,9%   | 15,0%      | 420              | 2031      | 458        |
| ELC-401**                             | Glioblastom | 0%      | 0%         | 1 080            | 2032      | 0          |
| ELC-100                               | GEP-NET     | 5,8%    | 15,0%      | 110              | 2031      | 49         |
| <b>Teknologivärde</b>                 |             |         |            |                  |           | <b>507</b> |
| Overhead och skatter                  |             |         |            |                  |           | -224       |
| <b>EV</b>                             |             |         |            |                  |           | <b>282</b> |
| Nettokassa (kv1 2025P)                |             |         |            |                  |           | 45,6       |
| <b>Motiverat värde</b>                |             |         |            |                  |           | <b>328</b> |
| Antal aktier, milj.                   |             |         |            |                  |           | 48,5       |
| Per aktie, SEK                        |             |         |            |                  |           | 6,8        |
| Antagen finansiering                  |             |         |            |                  |           | 0          |
| Aktieägarvärde efter finansiering     |             |         |            |                  |           | 328        |
| Antal aktier efter utspädning, milj.  |             |         |            |                  |           | 48,5       |
| <b>Motiverat värde per aktie, SEK</b> |             |         |            |                  |           | <b>6,8</b> |

Källa: Carlsquare \*LOA: Sannolikhet till lansering. \*\* Vi inkluderar inte ELC-401 i basscenariot. NHL: Non-Hodgkins lymfom. GEP-NET: Neuroendokrina buktumörer

### Värderingsintervall

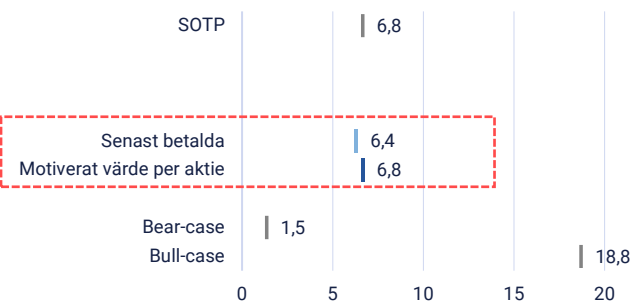
I ett optimistiskt bullscenario räknar vi med att

- Fas I-delen i den pågående kliniska studien med ELC-100 slutförs framgångsrikt
- Fas I med ELC-301 slutförs framgångsrikt.
- ELC-401 projektet erhåller liknande forskningsstöd från EU som ELC-301

Vi beräknar ett motiverat värde om cirka 870 MSEK eller omkring 19 kronor per aktie efter utspädning.

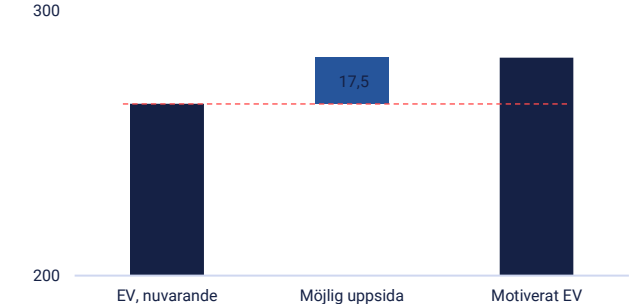
I ett försiktigt Bear scenario avslutas ELC-301 efter motgångar i tidig klinisk utveckling. Vi räknar i gengäld med ytterligare finansiering för glioblastomprojektet. Vi beräknar ett motiverat värde om ca 1,5 kronor efter utspädning.

Motiverat värde inom ett intervall, SEK



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser



# Risker och utmaningar

Elicera är som många andra bioteknikbolag i en tidig fas där värdet i bolaget ligger i immateriella tillgångar och förväntningar på framtiden. Bolaget har produkter under utveckling och är utan intäkter, således krävs det klinisk framgång för att realisera värdet.

## I svår fas av den kliniska utvecklingen

Elicera är för närvarande i en fas som är behäftad med mycket risk. Även om det är glädjande att den första patienten i den pågående fas I/II studien CARMA behandlats med goda resultat så är det fortfarande långt kvar innan man är i mål, mer exakt så är det troligt att mer fullständiga resultat från den första kohorten publiceras till sommaren. Det återstår att se huruvida resterande patienter kommer att uppleva samma goda resultat. Rent statistiskt sett så brukar 52% av fas I studier lyckas medan enbart 28.9% av fas II studier lyckas, detta enligt Bio/Informa och QLS. Det kan argumenteras att Elicera är mindre beroende av varje enskilt projekt, men oavsett så kommer en misslyckad CARMA studie slå hårt på såväl bolag som aktie.

## Hård konkurrens bland CAR-T terapier inom lymfom

Inom lymfomindikationen så finns det redan idag flera godkända terapier. Till skillnad från andra former av cancer där det ev. finns gluggar i behandlingen så kommer Elicera med partner behöva konkurrera med andra. ITANK teknologin är behjälplig som konkurrensfördel, då teknologin i princip innebär att man attackerar tumörer både med CAR-T celler och genom att pro-inflammatoriskt aktivera immunförsvaret. Även med detta argument så kommer försäljning innebära en tävling mot andra läkemedel, något som sänker sannolikheten för att uppnå en hög penetration.

## Beroende av en partner framgent

Elicera som litet bioteknikbolag kommer inte att ha de finansiella musklarna att ta sina projekt från klinisk till kommersiell fas. Således kommer det framgent att behövas ett partnerskap för att realisera potentialen. Licensaffärer inom bioteknik är svåra att få till, trots att det blir vanligare och vanligare med den klassiska modellen av att en stor firma licensierar från en liten firma. Dessutom är skattningar av de olika parametrarna kopplade till affären svåra att göra. Att utgå ifrån affärer som gjorts mellan liknande bolag och inom liknande indikationer kan ge ett rimligt spann, men det är alltid behäftat med osäkerhet.

## Kan behöva resa mer pengar för att gå i mål

Det blir dyrare och dyrare att hoppa igenom de olika kliniska ringarna. Elicera har varit duktiga på att ansamla mjuk finansiering men det kommer inte att räcka hela vägen till kommersialisering. Beroende på när Elicera löser en licensaffär så kan det komma att behövas mer eller mindre externa pengar. Denna timing påverkas givetvis också av det externa klimatet på börsen. När klimatet är svalt och det är tufft att resa pengar så kommer varje krona rest att ha sämre marginal. Således utgör det en risk då variabler som utspädning och differens mellan emissionslikvid och emissionsnetto kan variera.

# Räkenskaper och nyckeltal

## Resultaträkning (MSEK)

|                           | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P       | 2027P       |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>Nettoomsättning</b>    | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>25,0</b> | <b>62,8</b> |
| Över rörelseintäkter      | 1,3          | 11,2         | 7,1          | 9,7          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Totala intäkter</b>    | <b>1,3</b>   | <b>11,2</b>  | <b>7,1</b>   | <b>9,7</b>   | <b>25,0</b> | <b>62,8</b> |
| Handelsvaror              | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Bruttoresultat</b>     | <b>1,3</b>   | <b>11,2</b>  | <b>7,1</b>   | <b>9,7</b>   | <b>25,0</b> | <b>62,8</b> |
| Just. bruttoresultat      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 25,0        | 62,8        |
| Övriga externa kostnader  | -16,2        | -22,9        | -18,9        | -16,5        | -14,1       | -6,0        |
| Personalkostnader         | -4,4         | -5,4         | -5,1         | -6,5         | -5,7        | -5,8        |
| Av- och nedskrivningar    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,1          | 0,1         | 0,1         |
| Övriga rörelsekostnader   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Totala rörelsekostnader   | -20,6        | -28,3        | -24,0        | -22,9        | -19,7       | -11,8       |
| <b>EBIT</b>               | <b>-19,4</b> | <b>-17,1</b> | <b>-16,9</b> | <b>-13,2</b> | <b>5,3</b>  | <b>51,0</b> |
| <b>EBITDA</b>             | <b>-19,4</b> | <b>-17,1</b> | <b>-16,9</b> | <b>-13,3</b> | <b>5,2</b>  | <b>51,0</b> |
| Finansnetto               | -0,1         | 0,7          | 0,8          | 0,1          | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBT</b>                | <b>-19,4</b> | <b>-16,4</b> | <b>-16,1</b> | <b>-13,1</b> | <b>5,3</b>  | <b>51,0</b> |
| Skatt                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Periodens resultat</b> | <b>-19,4</b> | <b>-16,4</b> | <b>-16,1</b> | <b>-13,1</b> | <b>5,3</b>  | <b>51,0</b> |
| <b>Resultat per aktie</b> | <b>-1,0</b>  | <b>-0,8</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>-0,3</b>  | <b>0,1</b>  | <b>1,1</b>  |

| Tillväxt             | 2022     | 2023 | 2024 | 2025    | 2026    | 2027 |
|----------------------|----------|------|------|---------|---------|------|
| Nettoomsättning      | NaN      | NaN  | NaN  | #DIV/0! | 158%    | 151% |
| Totala intäkter      | 217 987% | 777% | -37% | 36%     | 1854%   | 459% |
| Bruttoresultat       | 217 987% | 777% | -37% | 36%     | 158%    | 151% |
| Just. bruttoresultat | NaN      | NaN  | NaN  | #DIV/0! | #DIV/0! | 151% |
| EBIT                 | -48%     | 12%  | 1%   | 22%     | 140%    | 861% |
| EBITDA               | -48%     | 12%  | 1%   | 21%     | 139%    | 876% |
| EBT                  | -48%     | 16%  | 2%   | 18%     | 140%    | 861% |
| Periodens resultat   | -48%     | 16%  | 2%   | 18%     | 140%    | 861% |
| Resultat per aktie   | 2%       | 16%  | 39%  | 41%     | 137%    | 861% |

| Marginaler           | 2022      | 2023    | 2024    | 2025    | 2026   | 2027   |
|----------------------|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|
| Bruttomarginal       | 100,0%    | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0% | 100,0% |
| Just. bruttomarginal | NaN       | NaN     | NaN     | #DIV/0! | 100,0% | 100,0% |
| EBIT-marginal        | -1 512,5% | -152,2% | -236,8% | -135,9% | 21,2%  | 81,3%  |
| EBITDA-marginal      | -1 511,6% | -152,1% | -236,7% | -136,9% | 20,9%  | 81,1%  |
| Vinstmarginal        | -1 518,4% | -145,8% | -225,8% | -135,3% | 21,2%  | 81,3%  |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Balansräkning (MSEK)

|                                              | 2022        | 2023        | 2024        | 2025P       | 2026P       | 2027P       |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>                            |             |             |             |             |             |             |
| Immateriella anläggningstillgångar           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Materiella anläggningstillgångar             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,2         | 0,3         |
| Finansiella anläggningstillgångar            | 0,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Summa anläggningstillgångar                  | 0,5         | 0,0         | 0,0         | 0,1         | 0,2         | 0,3         |
| Varulager                                    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Kundfordringar                               | 0,0         | 0,5         | 0,3         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Övriga kortsiktiga fordringar                | 2,0         | 0,3         | 0,9         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Kassa och bank                               | 43,8        | 29,4        | 26,4        | 29,0        | 32,7        | 83,6        |
| Summa omsättningstillgångar                  | 45,8        | 30,2        | 27,6        | 29,0        | 32,7        | 83,6        |
| <b>Summa tillgångar</b>                      | <b>46,3</b> | <b>30,2</b> | <b>27,6</b> | <b>29,0</b> | <b>32,8</b> | <b>83,9</b> |
| <b>EGET KAPITAL</b>                          |             |             |             |             |             |             |
| Summa eget kapital                           | 32,8        | 16,4        | 20,8        | 27,5        | 32,8        | 83,9        |
| <b>SKULDER</b>                               |             |             |             |             |             |             |
| Skulder till kreditinstitut                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Summa långfristiga skulder                   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Skulder till kreditinstitut                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Leverantörsskulder                           | 0,7         | 0,9         | 2,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Övriga skulder                               | 0,2         | 0,4         | 0,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter | 12,5        | 12,5        | 4,3         | 1,5         | 0,0         | 0,0         |
| Summa kortfristiga skulder                   | 13,5        | 13,8        | 6,8         | 1,5         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Summa egetkapital och skulder</b>         | <b>46,3</b> | <b>30,2</b> | <b>27,6</b> | <b>29,1</b> | <b>32,8</b> | <b>83,9</b> |
| <b>Likviditet</b>                            |             |             |             |             |             |             |
| Current ratio                                | 3,4         | 2,2         | 4,1         | 19,1        | #DIV/0!     | #DIV/0!     |
| Cash ratio                                   | 3,2         | 2,1         | 3,9         | 19,1        | #DIV/0!     | #DIV/0!     |
| <b>Belåning och soliditet</b>                |             |             |             |             |             |             |
| Nettoskuld(-)/Nettokassa(+)                  | 43,8        | 29,4        | 26,4        | 29,0        | 32,7        | 83,6        |
| Nettoskuld/EBITDA                            | N.M.        | N.M.        | N.M.        | N.M.        | N.M.        | N.M.        |
| Nettoskuld/EK                                | N.M.        | N.M.        | N.M.        | N.M.        | N.M.        | N.M.        |
| Skuld/EK                                     | 41%         | 84%         | 33%         | 6%          | 0%          | 0%          |
| Soliditet                                    | 141%        | 184%        | 133%        | 105%        | 100%        | 100%        |
| <b>Effektivitet</b>                          |             |             |             |             |             |             |
| ROA                                          | Neg.        | Neg.        | Neg.        | Neg.        | 16,2%       | 60,8%       |
| ROE                                          | Neg.        | Neg.        | Neg.        | Neg.        | 16,2%       | 60,8%       |
| ROIC                                         | Neg.        | Neg.        | Neg.        | Neg.        | 12,8%       | 48,3%       |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Kassaflöde (MSEK)

|                            | 2022 | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| KF löpande verksamhet      | -8,6 | -14,9 | -23,5 | -17,4 | 3,7   | 51,0  |
| KF investeringsverksamhet  | 0,0  | 0,5   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| KF finansieringsverksamhet | 0,0  | 0,0   | 20,5  | 20,0  | 0,0   | 0,0   |
| Periodens kassaflöde       | -8,6 | -14,4 | -3,0  | 2,6   | 3,7   | 50,9  |
| Likvida medel, BoP         | 52,4 | 43,8  | 29,4  | 26,4  | 29,0  | 32,7  |
| Likvida medel, EoP         | 43,8 | 29,4  | 26,4  | 29,0  | 32,7  | 83,6  |

| Nyckeltal                              | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| KF löpande verksamhet/Nettoomsättning  | NaN  | NaN  | NaN  | NaN  | 0,1  | 0,8  |
| KF löpande verksamhet/Summa tillgångar | -0,2 | -0,5 | -0,9 | -0,6 | 0,1  | 0,6  |
| Utdelning per aktie (kr)               | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Niklas Elmhammer och Herman Kuntscher äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.