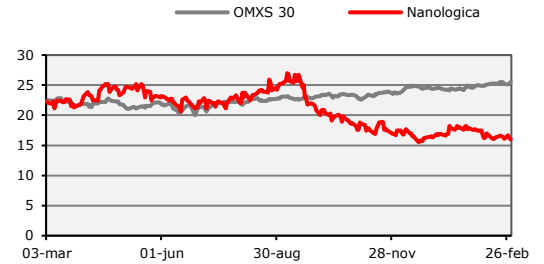


Sammanfattning
Nanologica (NICA.ST)
Händelserikt år väntar

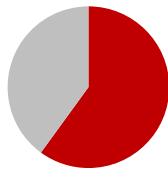
- Leveransen av packningsmedia har fortskridit i något lägre takt än förväntat och försäljning i Q4 nådde därför inte upp till våra prognoser. Tidslinjen för leveransen skjuts fram och väntas fortlöpa till Q3'17. Kostnadsbasen under Q4 var i linje med förväntan.
- Bolaget meddelade i samband med Q4-rapporten att strategin för affärsområdet drug delivery har omformats. Bolaget kommer nu att inleda utvecklingsprojekt i egen regi.
- Vi behåller vårt motiverade värde på 25 kronor per aktie. Vi bedömer att marknaden har intagit en försiktig hållning till aktien, inväntandes en uppdatering kring försäljningen av kolonner.

Lista:
Börsvärde:
Bransch:
VD:
Styrelseordf:

Aktietorget
72 MSEK
Life Science
Andreas Bhagwani
Gisela Sitbon

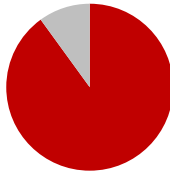

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



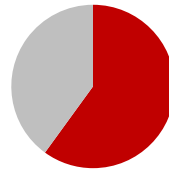
6,0 poäng

Ägarskap



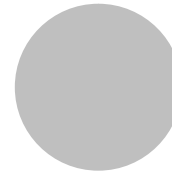
9,0 poäng

Vinstutsikter



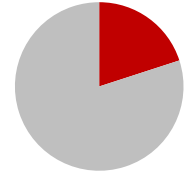
6,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



2,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	3	2	24	29	48	Aktiekurs (SEK)	15,7
Tillväxt	299%	-24%	1 104%	22%	65%	Antal aktier (milj)	4,6
EBITDA	-11	-20	-4	-1	11	Börsvärde (MSEK)	72
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	23%	Nettoskuld (MSEK)	-2
EBIT	-13	-24	-6	-3	9	Free float (%)	63 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	19%		
Resultat före skatt	-13	-24	-6	-3	9		
Nettoresultat	-13	-24	-6	-3	7		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	14%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-3,91	-5,18	-1,29	-0,65	1,46	Arvid Necander	
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	10,8	arvid.necander@redeye.se	
EV/S	20,0	33,2	2,9	2,9	1,7	Andreas Kvist	
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	7,4	andreas.kvist@redeye.se	

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Var god dröj

Q4-rapporten var i linje med förväntan

Nanologicas Q4-rapport var förhållandevis odramatisk och var i det stora hela i linje med våra förväntningar. Rapporten innehöll inte någon information kring försäljningsutvecklingen för kolonner, men vår bedömning är att bidraget har varit begränsat under kvartalet. En viktig nyhet gavs kring verksamheten inom drug delivery, där affärsmodellen nu har fått ett omdirigerat fokus.

Leverans av order har gått långsammare än förväntat

Försäljningen under Q4 kom in på 1,5 (0,7) miljoner kronor, varav försäljningen inom kromatografi stod för drygt 0,5 miljoner kronor. Utfallet var något lägre än vad vi hade räknat med, då vår prognos utgick från att en större del av ordern av packningsmedia skulle levereras under Q4. Bolaget förklarade de blygsamma intäkterna under kvartalet med att leveransen inte har gått lika snabbt som planerat och att leveranstiden har förskjutits något. Vi utgick från att ordern skulle vara baktung, men uppdaterar nu även våra prognoser för att ta hänsyn till en något längre leveranstid än tidigare. Levererade kolonner under kvartalet antas primärt ha bestått av utvärderingsexemplar och bidraget till försäljningen bedöms därför ha varit försumbart.

Kostnadsbasen överensstämde med våra förväntningar

Kostnaderna under kvartalet kom in i linje med våra förväntningar på -6,3 (-7,3) miljoner kronor, mot förväntade -6,6 miljoner kronor. Det skedde dock en uppbyggnad av varulager under kvartalet som kapitaliserades, vilket ledde till ett något högre EBITDA-resultat än förväntat. För helåret uppgick rörelseresultatet till -22,5 (-14,1) miljoner kronor och vid slutet av kvartalet fanns 16,8 miljoner kvar i kassan.

Nanologica kommer inleda utvecklingsprojekt i egen regi

Den viktigaste nyheten från bolaget var den omarbetade affärsmodellen inom affärsområdet drug delivery. Vi har tidigare flaggat för att en ny strategi sannolikt är nödvändig för att kunna konkurrera med NLAB Silica, samt att läkemedelsutveckling i egen regi legat närmast till hands. Detta ser nu ut att ha materialiserats, även om få detaljer presenterades kring hur forskning och utveckling är tänkt att ske. Utan information om kommande utvecklingsprojekt är det svårt att konkretisera den nya strategins potential och risker, men vår grundläggande syn på verksamhetsområdets möjligheter att generera intäkter har stärkts.

Efter en relativt odramatisk rapport läggs fokus på ett förväntat aktivt 2017

Sammantaget var Nanologicas Q4-rapport godkänd. Den försenade leveransen av packningsmedia får ingen större påverkan i vår modell och våra prognoser kring försäljning och kostnadsbas får endast se mindre justeringar. Vi lämnar dock rapporten med en mer optimistisk syn på verksamheten inom affärsområdet drug delivery, där bolaget bedöms gå mot en strategi som ger dem bättre möjligheter att skapa värden. Vi väntar oss nu ett aktivt 2017 och inväntar viktiga uppdateringar kring utvecklingen inom bolagets affärsområden.

Förväntat vs. utfall					
Försäljning (MSEK)	Q4	Redeye	Diff	Förra året	Diff
Nettoomsättning	1,5	2,0	-0,4	0,7	0,8
Varav kromatografi (beräknad)	0,5	2,0	- 1,4	-	0,5
Varav drug delivery (beräknad)	1,0	-	1,0	0,7	0,3
Förändring av lager av produkter i arbete, färdiga varor och pågående arbete för annans räkning	1,2	-	1,2	-	1,2
Aktiverat arbete för egen räkning	0,2	0,2	0,0	1,8	- 1,6
Övriga rörelseintäkter	0,3	0,2	0,1	0,8	- 0,5
Summa intäkter	3,2	2,3	0,8	3,3	-0,2
Råvaror och förnödenheter	- 0,4	- 0,7	0,3	- 0,3	- 0,1
Övriga externa kostnader	- 2,9	- 3,2	0,2	- 2,9	- 0,0
Personalkostnader	- 2,9	- 2,7	- 0,2	- 3,9	1,0
Övriga rörelsekostnader	- 0,1	- 0,1	- 0,0	- 0,1	0,1
EBITDA	- 3,2	-4,3	1,1	- 4,0	0,8
Av- och nedskrivningar	- 1,1	- 0,5	- 0,6	- 0,8	- 0,3
EBIT	- 4,3	-4,8	0,5	- 4,8	0,5
Finansnetto	- 0,1	- 0,1	- 0,0	0,0	- 0,1
Res. efter fin poster	- 4,4	-4,9	0,5	- 4,7	0,4
Skatt	-	-	-	-	-
Periodens resultat	- 4,4	-4,9	0,5	- 4,7	0,4
Tillväxt	126%	191%	-66%	2%	123%
Bruttomarginal	73%	63%	10%	49%	24%
EBITDA-marginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Redeye Research

Ny strategi kan synliggöra NLAB Silicas fördelar

Många av läkemedlen som säljs idag är behäftade med betydande brister. Några av de vanligaste exemplen är svag effekt, långsam verkan och omfattande biverkningsbild. En starkt bidragande orsak till bristernas höga förekomst är att en betydande andel av de aktiva substanserna är instabila i sin amorfa och aktiva form, vilket gör dem svårslösliga i vatten och därmed svårupptagliga för kroppen. En svårslöslig substans leder ofta till att en högre dosering måste administreras till patient för att uppnå en tillräcklig effekt, vilket i sin tur ofta leder till en förvärrad biverkningsprofil.

Nanologicas nanobaserade drug delivery-teknologi adresserar detta problem genom att ladda den aktiva substansen i mesoporösa silikapartiklar, vilka stabiliserar den och ökar lösligheten. Teknologin möjliggör därmed en högre absorption och effekt, vilket gör att doseringen av den aktiva substansen kan minskas.

Svårslösliga läkemedelssubstanser utgör en betydande del av läkemedlen på marknaden idag

NLAB Silica kan öka lösligheten och därmed effektivisera läkemedlet

Generikamarknaden har sett stark tillväxt under de två senaste decennierna

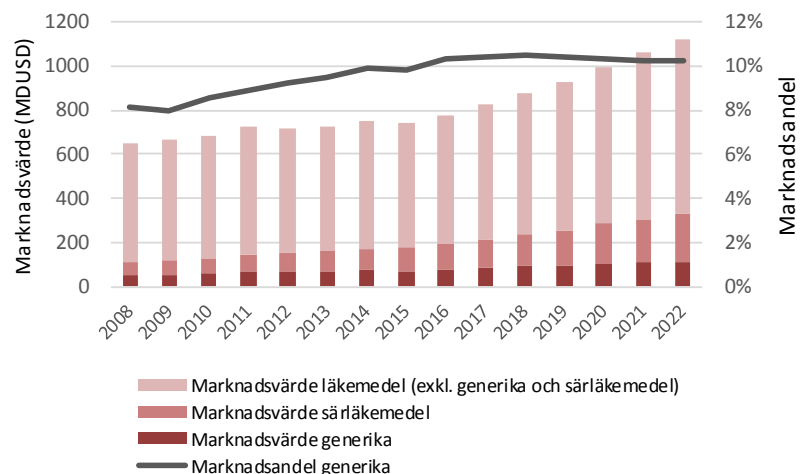
Omformulering av välkända läkemedelssubstanser – en allt vanligare affärsmodell

Stor potential i generikamarknaden...

Stora patentutgångar har lett till en stark tillväxt för generikamarknaden under de senaste två decennierna. Enbart under 2017 väntas patent för produkter med en total försäljning på 34 miljarder dollar löpa ut.¹

Framväxten av generikamarknaden har även lett till en ökad innovation bland generikautvecklarna. En allt mer förekommande strategi är att utveckla en omformulering av en välkänd substans som förlorat sitt patent, tillsammans med en drug delivery-teknologi som effektiviserar läkemedlet. Idag har många läkemedelsbolag denna strategi som grunden i sin affärsmodell och söker kontinuerligt efter nya projekt att utveckla eller förvärva. Bland de största aktörerna på generikamarknaden hittas bolag som Teva och Novartis.

Figur 2. Världsmarknaden för receptbelagda läkemedel



Källa: Evaluate Pharma, 2016

...men ny strategi innebär även nya utmaningar

Att utveckla läkemedel i egen regi innebär nya utmaningar för Nanologica både på kort och på lång sikt. Kostnaderna för strategin kommer att påverkas av hur snabbt man väljer att driva kommande projekt, men utveckling i egen regi kommer att innebära en högre kostnadsbas för bolaget på sikt. Detaljerna kring hur forskning och utveckling kommer att ske är i det närmaste obefintliga, men med strax under 17 miljoner kronor i kassan och ett negativt kassaflöde från verksamheten inom kromatografi bedöms inte några större satsningar kunna genomföras under 2017.

Läkemedelsutveckling är förenad med betydande kostnader

¹ EvaluatePharma® World Preview 2016, Outlook to 2022, 2016

Läkemedelsutveckling är alltid förenad med risker, både på kort och lång sikt

På något längre sikt föreligger en alltid en utvecklingsrisk vid forskningsprojekt, samt risken för att inte hitta någon licenstagare till projektet. Bolaget meddelade att utveckling kommer att ske i samarbete med partners, men när eventuella partners kommer att introduceras i processen är ännu inte kommunicerat. Vi bedömer det dock som sannolikt att bolaget kommer inleda en dialog med potentiella partners redan innan ett forskningsprojekt påbörjas och att de kommer arbeta mot ett partneravtal där de själva inte avser att genomföra studierna i de sena kliniska utvecklingsfaserna.

Finansiella prognoser

Intäkter från ordern av packningsmedia skjuts fram något

Vi räknar med att leveranstiden för ordern av packningsmedia förskjuts ett kvartal framåt då leveransen under Q4 inte skett i planerad takt. Vi räknar med en relativt svag försäljning av kolonner under Q1 och att den stora stegringen sker under den andra halvan av 2017. Vi justerar fram vår prognos för kolonnförsäljningens stegring något jämfört med tidigare prognos med anledning av utfallet i Q4. Försäljningen under det första och andra kvartalet väntas därmed bestå främst av ordern av packningsmedia som bolaget fick i början av 2016.

Prognoser, Nanologica								
(SEKm)	2016				2017			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Nettoomsättning	-	0,0	0,4	1,5	2,4	5,0	10,5	6,1
Varav kromatografi (beräknad)	-	-	-	0,5	2,4	5,0	10,5	6,1
Varav drug delivery (beräknad)	-	0,0	0,4	1,0	-	-	-	-
Förändring av lager av produkter i arbete, färdiga varor och pågående arbete för annans räkning	-	-	-	1,2	-	-	-	-
Aktiverat arbete för egen räkning	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,6	0,3	0,3	0,7	-	-	-
Summa intäkter	0,7	0,8	0,9	3,2	3,3	5,2	10,6	6,4
Råvaror och förnödenheter	- 0,3	- 0,5	- 0,7	- 0,4	- 0,7	- 1,5	- 3,0	- 1,7
Övriga externa kostnader	- 2,1	- 2,8	- 3,0	- 2,9	- 2,9	- 2,8	- 2,7	- 2,8
Personalkostnader	- 3,0	- 3,0	- 2,5	- 2,9	- 2,9	- 2,4	- 2,8	- 2,9
Övriga rörelsekostnader	- 0,1	- 0,0	- 0,0	- 0,1	- 0,0	- 0,0	- 0,1	- 0,1
EBITDA	- 4,8	- 5,5	- 5,3	- 3,2	- 3,3	- 1,4	2,1	- 1,2
Av- och nedskrivningar	- 0,8	- 1,0	- 0,8	- 1,1	- 0,4	- 0,5	- 0,4	- 0,5
EBIT	- 5,6	- 6,5	- 6,2	- 4,3	- 3,7	- 2,0	1,6	- 1,8
Finansnetto	- 0,1	- 0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,0	0,0	- 0,0
Res. efter fin poster	- 5,6	- 6,5	- 6,2	- 4,4	- 3,8	- 2,0	1,6	- 1,8
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	- 5,6	- 6,5	- 6,2	- 4,4	- 3,8	- 2,0	1,6	- 1,8
Tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	126%	N.m.	11376%	2276%	305%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	73%	71%	71%	72%	72%
EBITDA-marginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	20%	-20%
EBIT-marginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	15%	-29%

Källa: Redeye Research

Prognosen utgår från att intäkter från drug delivery uteblir framöver

Vi räknar inte med några intäkter från verksamheten inom drug delivery framöver då vi utgår från att fokus kommer ligga på att formulera en ny strategi för verksamheten. Vi räknar inte heller med de betydande utvecklingskostnaderna som krävs för att ta ett läkemedel till marknaden.

Prognoser, Nanologica								
(SEKm)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Nettoomsättning	0,9	2,3	1,7	3,3	2,0	24,1	29,3	48,3
Varav kromatografi	N.m.	N.m.	N.m.	0,6	0,5	24,1	29,3	48,3
Varav drug delivery	N.m.	N.m.	N.m.	2,6	1,5	-	-	-
Förändring av lager av produkter i arbete, färdiga varor och pågående arbete för annans räkning	-	-	-	-	1,2	-	-	-
Aktiverat arbete för egen räkning	2,7	2,5	4,5	4,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Övriga rörelseintäkter	2,4	4,7	0,5	1,8	1,7	0,7	-	-
Summa intäkter	6,0	9,5	6,7	9,4	5,6	25,6	30,1	49,1
Råvaror och förnödenheter	- 1,6	- 2,2	- 0,7	- 1,2	- 1,9	- 6,9	- 7,5	- 11,5
Övr externa kostnader	- 3,6	- 6,1	- 8,5	- 8,1	- 10,8	- 11,3	- 11,2	- 11,8
Personalkostnader	- 4,3	- 7,6	- 10,4	- 11,3	- 11,4	- 11,1	- 12,3	- 14,2
Övriga rörelsekostnader	-	-	- 0,3	- 0,2	- 0,2	- 0,2	- 0,3	- 0,5
EBITDA	- 3,6	- 6,4	- 13,2	- 11,5	- 18,8	- 3,9	- 1,2	11,2
Av- och nedskrivningar	- 1,2	- 3,6	- 1,6	- 2,6	- 3,7	- 2,0	- 1,7	- 2,1
EBIT	- 4,8	- 10,1	- 14,7	- 14,1	- 22,5	- 5,8	- 2,9	9,1
Finansnetto	- 0,2	0,0	0,0	- 0,1	- 0,3	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Res. efter fin poster	- 5,0	- 10,1	- 14,7	- 14,3	- 22,8	- 5,9	- 3,0	9,0
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	- 2,2
Årets resultat	- 5,0	- 10,1	- 14,7	- 14,3	- 22,8	- 5,9	- 3,0	6,7
Tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	97%	-39%	1104%	22%	65%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	82%	3%	71%	74%	76%
EBITDA-marginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-16%	-4%	23%
EBIT-marginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-24%	-10%	19%
VPA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-65%	1,46

Källa: Redeye Research

Värdering och aktie

Vi behåller vårt motiverade värde på 25 kronor per aktie. Utvecklingen för aktien har varit svag sedan nyemissionen i oktober förra året. Vi tror att marknaden kommer ha en försiktig syn även fortsättningsvis, avvaktandes mer information om kolonnförsäljningens utveckling.

DCF sammanfattning		
	SEKm	Per aktie
DCF 2017-26	35	7,5
DCF 2026-	68	14,8
Skulder	-5	-1,0
Kassa	17	3,6
Övrigt	0	0,0
Summa	115	24,9

Källa: Redeye Research

Multipelanalys

Vi har ansatt intervall av multiplar för några av de vanligaste värderingsmått och applicerat dessa på våra estimat för 2020E, i förekommande fall tillsammans med nettokassan vid den tidpunkten. Det ger ett implicit aktievärde 2020 som diskonteras till nutid och därmed ger ett intervall som speglar dagens värde.

Multipelvärdering				
Multipel	Estimat	2020E	Utvalda multiplar	Aktievärde idag
EV/S	SALES	69	2x - 4x	17 - 35
EV/EBITDA	EBITDA	18	8x - 12x	18 - 28
EV/EBIT	EBIT	16	10x - 15x	20 - 31

Källa: Redeye Research

Scenarioanalys

I vårt Base case argumenterar vi för ett huvudscenario avvägt enligt antaganden vi anser är rimliga. Bolaget är dock i ett tidigt skede och det finns en mängd faktorer som kan komma att påverka utfallet. Vi visar därför även hur aktien skulle påverkas i ett mer optimistiskt scenario (Bull case) samt ett pessimistiskt scenario (Bear case). Resultatet visas ett värderingsintervall för vad enligt vår mening förefaller vara rimliga utfall. Värderingsintervallet är brett i dagsläget, vilket illustrerar osäkerheten som föreligger kring försäljningstillväxten framöver.

Base case – 25 kronor

I vårt Base case räknar vi med en årlig försäljningstillväxt på 189 procent fram till 2019, samt en EBIT-marginal som uppnår 23 procent år 2019. Vi inte med några intäkter från verksamheten inom drug delivery. Scenariot ger ett motiverat värde på 25 kronor per aktie.

Bull case – 38 kronor

I vårt Bull case räknar vi med att försäljningen tar fart snabbare än i vårt Base case. Vår modell utgår från en genomsnittlig årlig försäljningstillväxt på 203 procent fram till 2019, samt en EBIT-marginal på 25 procent år 2019. Vi räknar även med att Nanologica ingår i ett avtal där NLAB silica väljs ut för vidare studier vid en formuleringsfas av en läkemedelskandidat. Kassaflödet från projektet sannolikhetsjusteras för att ta hänsyn till läkemedelskandidatens chans att nå till marknaden. Scenariot ger ett motiverat värde på 38 kronor per aktie.

Bear case – 8 kronor

I vårt Bear case räknar vi med att det tar längre tid för försäljningen att ta fart. Vi utgår från en genomsnittlig årlig försäljningstillväxt på 129 procent fram till år 2019, samt en EBIT-marginal på 12 procent år 2019. I scenariot flaggar vi även för att ytterligare kapitalanskaffningar kan komma att bli nödvändiga för att få igång försäljningen. Vi utgår inte från att några intäkter erhålls från affärsområdet drug delivery. Scenariot ger en värdering på 8 kronor per aktie.

*Inprisning av Bull case
osannolik i dagsläget*

Det förefaller som att marknaden ser ett Bull case som avlägset i dagsläget och vi bedömer att synen kommer bestå för en tid framöver. Bolaget har ännu inte redovisat hur stora intäkterna från försäljningen av kolonner är, vilket gör att en inprisning av ett optimistiskt scenario upplevs som osannolikt i dagsläget. Med lyckade försäljningsinsatser och ett signerat avtal om vidare studier med NLAB Silica kan det dock visa sig att våra antaganden i Bull case-scenariot är rimliga. Vi tror dock att detta kan infalla först ett antal kvartal framåt då osäkerheten kring den långsiktiga potentialen kommer att bestå för en överskådlig framtid.

Scenarioanalys			
	Bear	Base	Bull
Årlig tillväxt till 2019	129%	189%	203%
EBITDA-marginal	12%	23%	25%
Licensavtal drug delivery			x
Risk för ytterligare k	x		
Värde per aktie	8	25	38
Uppsida från 15,7 kr	-49%	59%	143%

Källa: Redeye Research

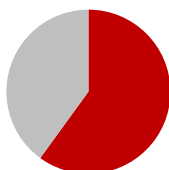
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

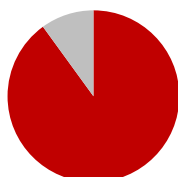
Här kommenterar vi manuellt förändringarna av värderingsnycklarna. Max 3 rader

Ledning 6,0p



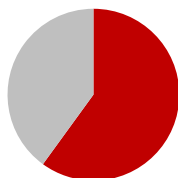
Ledningen har under sina år på Nanologica erhållit kunskap som lett bolaget mot att fokusera på marknad där bolaget agerar. Låg rotation av personer i ledande ställning anser vi ger kontinuitet och stabilitet i verksamheten.

Ägarskap 9,0p



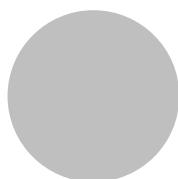
Thomas Eldered är största ägaren i Nanologica med ett innehav på cirka 30 procent. Bland de större ägarna återfinns även en stor del av styrelse, grundare och ledning, något som vi väger in som positivt i bedömningen av ägarskap.

Vinstutsikter 6,0p



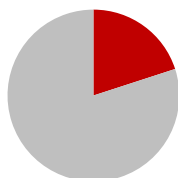
Bolaget agerar på en marknad präglad av hög konkurrens och vad som förefaller vara låga byteskostnader inom såväl kromatografi som drug delivery. Bolagets produkter säljer dock från låga nivåer och vår bedömning är att det finns potential till hög tillväxt de närmsta åren.

Lönsamhet 0,0p



Nanologica är i startblocken för att kommersialisera sina produkter, vilket resulterat i att bolaget hittills har gått med förlust. Vår bedömning speglar Nanologicas historik, vilket resulterar i ett lågt betyg för lönsamhet.

Finansiell styrka 2,0p



Nanologicas verksamhet har hittills dragits med förluster och bolaget prognosticerar svarta siffror för första gången under 2017. Bolagets balansräkning förefaller stark efter att kassan fyllts på i samband med nyemission.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	3	2	24	29	48
Summa rörelsekostnader	-13	-22	-28	-30	-37
EBITDA	-11	-20	-4	-1	11
Avskrivningar materiella tillg.	-3	0	0	0	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	0	-3	-2	-1	-1
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-13	-24	-6	-3	9
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-13	-24	-6	-3	9
Skatt	0	0	0	0	-2
Nettoreultat	-13	-24	-6	-3	7
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	19	17	11	6	5
Kundfordringar	1	1	0	0	0
Lager	0	1	2	7	12
Andra fordringar	2	3	3	7	7
Summa omsättn.	22	22	17	20	24
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	2	2	2	6	6
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	9	7	7	6	5
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	11	9	9	12	11
Uppskj. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	33	32	26	31	35
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	5	5	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	1	8	17	14
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	6	6	8	17	14
Räntebr. skulder	2	4	1	1	1
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	8	9	9	18	15
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	1	1	1
Eget kapital	24	22	16	13	20
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	24	22	16	13	20
Summa skulder och E. Kap.	33	32	26	31	35
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	3	2	24	29	48
Sum rörelsekost.	-13	-22	-28	-30	-37
Avskrivningar	-3	-4	-2	-2	-2
EBIT	-13	-24	-6	-3	9
Skatt på EBIT	0	0	0	0	-2
NOPLAT	-13	-24	-6	-3	7
Avskrivningar	3	4	2	2	2
Bruttokassaflöde	-11	-20	-4	-1	9
Föränd. i rörelsekap	-3	-3	-5	-9	-5
Investeringar	-5	-2	-2	-4	-2
Fritt kassaflöde	-19	-25	-11	-14	2
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	74%	69%	62%	41%	56%
Skuldsättningsgrad	11%	21%	59%	140%	74%
Nettoskuld	-16	-12	-2	12	10
Sysselsatt kapital	8	9	14	25	29
Kapit. oms. hastighet	0.1	0.1	0.9	0.9	1.4
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	299%	-24%	1 104%	22%	65%
VPA-tillväxt (just)	-11%	33%	-75%	-50%	-325%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,7 %	NPV FCF (2016-2018)	-18
		NPV FCF (2019-2025)	53
		NPV FCF (2026-)	68
		Rörelsefrämjade tillgångar	17
		Räntebärande skulder	-5
		Motiverat värde MSEK	115
Antaganden 2016-2022			
Genomsn. förs. tillv.	29,7 %	Motiverat värde per aktie, SEK	24,9
FRIT-marginal	13,1 %	Börskurs SEK	15,7

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	-81%	-104%	-32%	-21%	42%
ROCE	-69%	-89%	-23%	-10%	28%
ROIC	-845%	-306%	-62%	-21%	27%
EBITDA-marginal	-401%	-998%	-16%	-4%	23%
EBIT-marginal	-502%	-1184%	-24%	-10%	19%
Netto-marginal	-500%	-1197%	-25%	-10%	14%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	-3,91	-5,18	-1,29	-0,65	1,46
VPA just	-3,91	-5,18	-1,29	-0,65	1,46
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-4,84	-2,64	-0,36	2,66	2,10
Antal aktier	3,36	4,62	4,62	4,62	4,62

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	52,6	66,3	70,8	84,8	82,2
P/E	-5,2	-3,3	-12,2	-24,2	10,8
P/S	26,2	39,2	3,0	2,5	1,5
EV/S	20,0	33,2	2,9	2,9	1,7
EV/EBITDA	-5,0	-3,3	-18,4	-71,7	7,4
EV/EBIT	-4,0	-2,8	-12,2	-29,2	9,1
P/BV	2,9	3,6	4,6	5,6	3,7

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e
1 mån	-9,8 %	Omsättning	202,8 %
3 mån	-10,3 %	Rörelseresultat, just	-33,51 %
12 mån	-29,6 %	V/A, just	-42,7 %
Årets Början	-3,7 %	EK	-18,9 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Thomas Eldered	26,0 %	26,0 %
Rahal Investment AB	11,3 %	11,3 %
Vega Bianca AB	8,7 %	8,7 %
Avanza Pension	5,2 %	5,2 %
Christian Kock	4,3 %	4,3 %
Paui AB	3,8 %	3,8 %
Mikael Lönn	2,8 %	2,8 %
3t Invest AB	2,7 %	2,7 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2,4 %	2,4 %
Outset Business Advisor AB	2,4 %	2,4 %

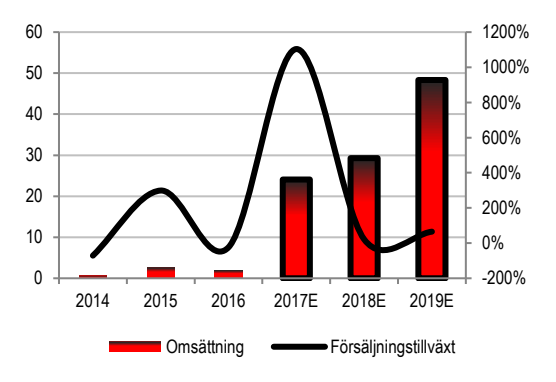
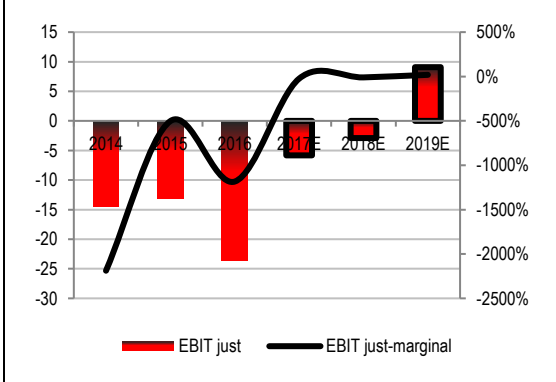
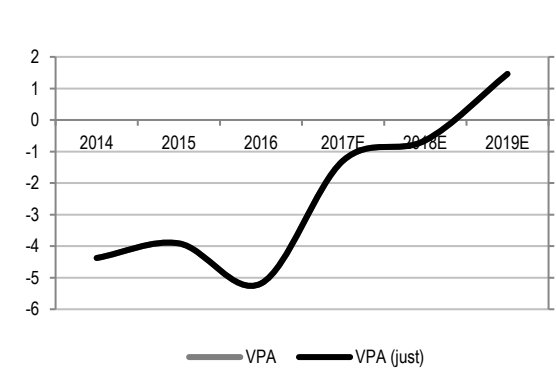
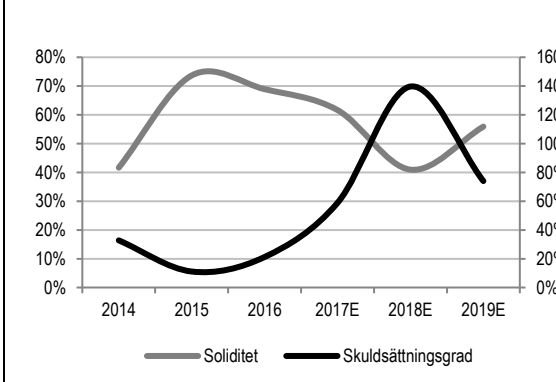

Aktien	
Reuterskod	NICA.ST
Lista	Aktietorget
Kurs, SEK	15,7
Antal aktier, milj	4,6
Börsvärde, MSEK	72,5

Bolagsledning & styrelse	
VD	Andreas Bhagwani
CFO	Eva Osterman
IR	
Ordf	Gisela Sitbon

Nästkommande rapportdatum	

Analytiker	Redeye AB
Arvid Necander	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
arvid.necander@redeye.se	114 35 Stockholm

Andreas Kvist
andreas.kvist@redeye.se

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p> ■ Omsättning — Försäljningstillväxt </p>	 <p> ■ EBIT just — EBIT just-marginal </p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p> — VPA — VPA (just) </p>	 <p> — Soliditet — Skuldsättningsgrad </p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p> ■ Kromatografi ■ Drug delivery </p>	
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p> Arvid Necander äger aktier i bolaget Nanologica: Nej Andreas Kvist äger aktier i bolaget Nanologica: Nej </p> <p> Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta. </p>	<p> Nanologica AB is a world leading Swedish nanotechnology and advanced materials company focused on the development and commercialization of nanoporous silica for novel applications in drug delivery, chromatography and therapeutics. Nanologicas proprietary technology enables fine-tuning of the characteristics of porous silica particles, where their pore size, structure and surface chemistry is optimized. The possibility to tailor the particles make them excellent for the usage in drug delivery systems and purification media, where they can achieve a high level of efficiency. </p>

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-03-03)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	40	41	18	10	21
3,5p - 7,0p	75	66	98	35	44
0,0p - 3,0p	8	16	7	78	58
Antal bolag	123	123	123	123	123

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.