

Attraktivt trots hög risk

Mangold inleder bevakning av det medicintekniska bolaget Fluicell med rekommendationen Köp och en riktkurs på 26 kronor per aktie på 12 månaders sikt. Risken i Fluicell är hög då bolaget är relativt nystartat och ännu inte lönsamt. Det innebär att känsligheten för antaganden om tillväxt, lönsamhet samt avkastningskrav är mycket stor. Vår bedömning är att Fluicell under loppet av 2019 kommer att kunna lyfta sin försäljning högst väsentligt. Detta är den enskilt viktigaste faktorn för att bolaget ska gå mot lönsamhet och positivt kassaflöde 2020.

Revolution inom läkemedelsindustrin

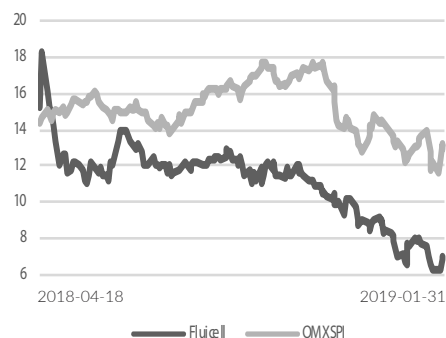
3D-bioprinting kan komma att revolutionera läkemedelsindustrin på liknande sätt som digitalisering, big data och AI nu förändrar många traditionella industrier. Fluicells teknik är unik då bolaget är ensam om att kunna arbeta med en cell i taget, till exempel för att testa nya läkemedel på cancerceller. Nyttan med den nya tekniken är uppenbar vad gäller effektivitet, säkerhet och kostnader. Tillväxten för screening och 3D bioprinting förväntas bli mycket hög under de kommande fem åren.

Försäljningen skjuter fart 2019

Försäljningen för Fluicell har varit svag under 2018 då bolaget inte haft tillräckliga resurser inom marknadsföring och försäljning samt bristfälliga distributionsavtal. Trots detta gjordes framsteg vad gäller global närvaro och bolaget har idag ett trettiotal kunder. Försäljningsorganisationen har nu förstärkts och nya distributionsavtal finns på plats. Mot denna bakgrund förväntar vi oss ett ökat antal ordrar och stigande försäljning under 2019. När dessa affärer annonseras bör vi få se en uppvärdering av aktien.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 26
Risk	Hög
Kurs (kr)	7,95
Börsvärde (Mkr)	59
Antal aktier (Miljoner)	7,5
Free float	87%
Ticker	FLUI
Nästa rapport	15 feb 2019
Hemsida	www.fluicell.com
Analytiker	Magnus Behm



Kursutveckling

	1m	3m	12m
FLUI	16,7%	-7,5%	na
OMX SPI	8,1%	1,7%	-2,2%

Nyckeltal

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Försäljning (tkr)	1 076	1 775	10 593	30 201	71 323
EBIT (tkr)	-7 436	-12 339	-8 712	1 362	24 942
Vinst före skatt (tkr)	-7440	-12 396	-8 762	1 055	24 517
EPS, justerad (kr)	-1,00	-1,70	-1,20	0,10	5,30
EV/Försäljning	35,8	21,7	3,6	1,3	0,5
EV/EBITDA	-5,2	-3,2	-4,8	15,2	1,4
EV/EBIT	-5,2	-3,1	-4,4	28,3	1,5
P/E	-8,0	-4,8	-6,8	72,3	3,1

Ägarstruktur

	Antal aktier	Antal Röster
Danica Pension	755 417	10,1%
ALMI	710 520	9,5%
Quiq Distribution Holding	529 425	7,1%
Avanza Pension	456 883	6,1%
Carl Johan Lagerwall AB	428 100	5,7%
Nordnet Pensionsförsäkring	352 919	4,7%
Aldo Jesorka	277 830	3,7%
Alar Ainia	263010	3,5%
Totalt	7 484 970	100%

Investment Case

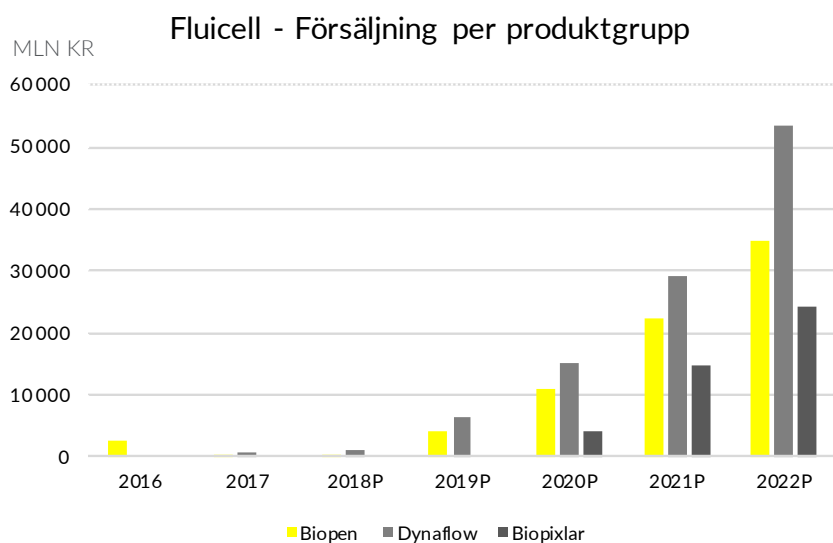
Attraktivt trots en hög risk

Mangold inleder bevakning av bioprintingbolaget Fluicell med rekommendationen Köp och en riktkurs på 26 kronor per aktie på 12 månaders sikt. Vår bedömning är att Fluicell-aktien idag på kurs 7,95 kronor erbjuder en positiv risk-reward. Dagens kurs diskonterar ingen nämnvärd försäljningsökning framöver, samtidigt som vårt bas-scenario pekar på ett fundamentalt värde på 26-36 kronor per aktie. Det kan konstateras att risken i aktien är hög då bolaget är i en uppstartsfas där försäljningen ännu inte har kommit igång.

Fluicell-aktien erbjuder en positiv riskreward

Försäljningsutvecklingen under 2019 kommer att vara den enskilt viktigaste faktorn för Fluicell-aktien. Sedan bolaget kom till börsen i april 2018 har flera omständigheter fördröjt bolagets försäljningsutveckling. Detta kommer successivt att förbättras under det kommande året. Vi prognosticerar att bolagets försäljning ökar från knappt 2 miljoner kronor 2018 till drygt 10 miljoner kronor under 2019. Order, nya kontrakt, antal sålda enheter och kvartalsvisa förbättringar i försäljningen kommer således att vara effektiva katalysatorer för aktien. Med dessa initiala förbättringar kommer börsen att kunna betala högre multiplar för försäljning och vinster för 2020 och framåt.

Mangold prognosticerar ett försäljningslyft 2019



Källa: Mangold Insight

Fluicell verkar på den framväxande marknaden för analys och printning av enskilda celler med en produkt som är unik och banbrytande. Bolaget har det mesta på plats - produkter, patent, kunder, distributörer och organisation - för att börja skörda order. I vår prognos räknar vi med en försäljning under 2019 på 15 stycken Biopen och 10 stycken Dynaflow system. Bolaget har dessutom en stark finansiell ställning med en kassa på 25 miljoner kronor som förväntas räcka till inledningen av 2020.

Bolaget står redo att växa med nya order

Fluicell - Produkter och kunder

Bolaget i korthet

Fluicell bildades 2012 via en spin-off från Chalmers tekniska högskola. Den första generationen instrument utvecklades samma år och bolaget har idag tolv patent som är godkända både i Europa och USA. Fluicell har sitt huvudkontor i Göteborg, omkring 30 kunder globalt samt 11 anställda. Bolaget har i dag två produkter till försäljning - Biopen och Dynaflow Resolve - och en produkt som kommer ut på marknaden under 2019 - Biopixlar Retina. Målsättningen är att ha fyra till fem produkter till försäljning mot slutet av 2019 av både egenutvecklade och inlicensierade.

Fluicell är en spin-off från Chalmers tekniska högskola

Biopen

Biopen används vid studier av enskilda celler såsom tex cancerceller och stamceller. Biopen är Fluicells egenutvecklade forskningsinstrument med hög upplösning och består av en pump, en kontrollenhet samt mjuk och hårdvara. Instrumentet används framför allt inom cellbiologi, farmakologi och vid utveckling av nya läkemedel. Fördelarna för kunden med encellsforskning är framförallt att det minskar tid och kostnader samt ökar precisionen. Priset för ett Biopen system ligger idag på drygt 200000 kronor. Fluicell kommer att vidareutveckla Biopen under kommande år till att bli en plattform och ett multiverktyg för cellstudier. Kunderna är framförallt forskningsinstitut och universitet, som Karolinska institutet och det amerikanska läkemedelsverket (FDA).

Biopen kan komma att bli multiverktyg för cellstudier

Dynaflow Resolve

Dynaflow är ett mer avancerat system än Biopen. Dynaflow är ett instrument där en cell kan exponeras för uppemot 16 olika testsubstanser. Forskningsinstrumentet sparar tid och kostnader vid framtagning av nya läkemedel. Exempel på områden där Dynaflow kan användas är sjukdomar i de centrala och perifera nervsystemet, kardiovaskulära sjukdomar samt cancer och diabetes. Ett Dynaflow system kostar från ca 500000 kronor. Kunderna är oftast läkemedelsbolag, som Roche, Novartis, Genentech och Orion Pharma.

Dynaflow vänder sig till industriella kunder

Biopixlar Retina

Biopixlar Retina, ett system för 3D-bioprintning, kan potentiellt bli Fluicells verkliga succé. 3D-bioprinting kan likt en vanlig 3D-skrivare skriva ut lager på lager, nedifrån och upp för att skapa tredimensionella strukturer. En 3D-bioprinter tillför ett gelliknande material som kan innehålla celler och på så sätt kan man skapa biologiska vävnader. Biopixlars skrivhuvud är unikt och finns inte något annat system för 3D-bioprinting idag. Biopixlar kan med mycket stor precision placera enskilda celler, grupper av celler samt radera celler i printingprocessen. Systemet skyddas av patent och Fluicell avser att ansöka om ytterligare patent.

Biopixlar Retina är den enda produkten i sitt slag

Kundnyttan med Biopixlar Retina är den unika precisionen, mindre materialåtgång och stor flexibilitet inom användningsområden. I ett första skede kommer produkten främst att användas för forskning inom cancer och diabetes. Därutöver kommer Fluicell att söka kliniska och industriella samarbeten för framtagande av småskaliga vävnader. Ett Biopixlar Retina system förväntas kosta från 1 miljon kronor.

Marknaden för screening och bioprinting

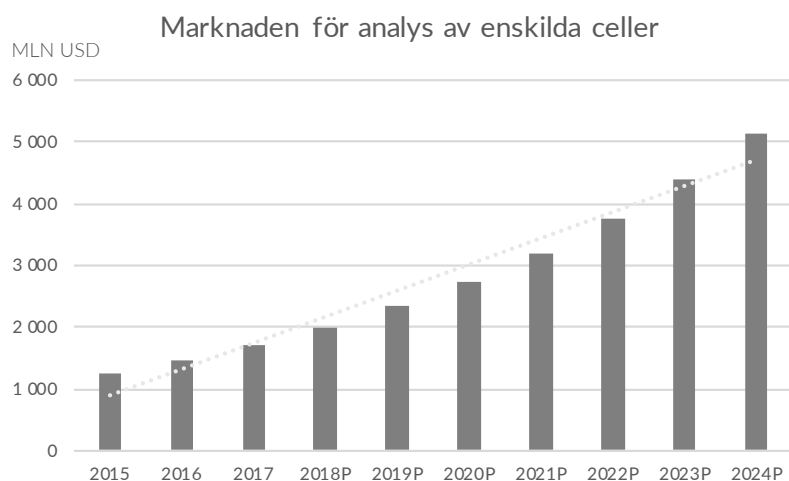
Ökat behov av effektivare forskning

Läkemedelsbolagens avkastning på FoU har mer än halverats sedan 2010 som uppgick 2016 till strax under 4 procent. Samtidigt stiger kraven från myndigheter på effektivitet och resultat. Betalningsviljan för läkemedel sjunker generellt hos myndigheter och allmänheten. Den förväntade försäljningen från blockbusters, läkemedel som säljer för mer än 1 miljard dollar per år, har minskat från 68 procent 2010 till omkring 44 procent 2016. Det är uppenbart att det finns starka drivkrafter för läkemedelsindustrin att effektivisera både kostnader och tidsåtgång för att ta fram nya läkemedel. Screening och 3D-bioprinting kan komma revolutionera läkemedelsindustrin.

Behov av effektivare forskning för att ta fram nya läkemedel

Analys av enskilda celler

Marknaden för verktyg och metoder att analysera enskilda celler uppgick enligt ett par amerikanska analyshus till ca 1,25 miljarder dollar under 2015. denna marknad förväntas växa med uppemot 20 procent per år för att år 2024 uppgå till uppemot 5 miljarder dollar.



Källa: Mangold Insight

3D-bioprinting

Marknaden för att skriva ut vävnader är relativt ny och befinner sig i ett expansivt skede. Fluicell kommer initialt att fokusera på ett projekt där mindre vävnader skrivs ut. Det svenska bolaget Cellink som använder en teknik med skrivarbläck för att kunna producera vävnader kan sägas ha kommit längre i sin försäljningsprocess. Dessutom har bolaget delvis positionerat sig annorlunda.

3D-bioprinting kommer initialt att kunna skriva ut mindre vävnader

Marknaden för 3D-bioprinting är enligt marknadsanalytiker värd 2 miljarder dollar 2016 och förväntas växa med 25 procent per år för att uppgå till 5 miljarder dollar år 2021. Den adresserbara marknaden för Biopixlar Retina består i stort av fler än 10 000 universitet och kliniker samt över 10 000 bolag inom läkemedelsutveckling och forskning. Enligt Fluicell så skulle potentiellt vart och ett av dessa kunna ha behov av Biopixlar Retina. Bolaget annonserade nyligen ett bra mottagande av produkten där några företag och institutioner har önskat prioriterad åtkomst till Biopixlar Retina vid lanseringsstart sent 2019.

Några kunder har nyligen önskat prioriterad åtkomst till Biopixlar Retina vid lanseringsstart sent 2019

Prognoser

Försäljningen skjuter fart 2019

Under 2018 räknar vi med att Fluicell kommer att sälja två Biopen system och två Dynaflow system. Det är väsentligt färre än tidigare uttalade ambitioner. Anledningen till detta är tvåfaldig:

- Avtalen med distributörerna var inte optimalt utformade. Detta medförde bland annat att distributörer med konkurrerande produkter hade högre marginaler på dyrare men sämre produkter. Detta gällde framförallt för Biopen. Fluicell har nu nya avtal på plats med distributörerna.

- Fluicell har saknat en effektiv organisation för marknadsföring och försäljning under en stor del av 2018. Dessutom har företaget tvingats att prioritera ett tungt arbete med produktutveckling. Med flera nyrekryteringar inom marknadsföring och försäljning under året bör kundbearbetningen bli väsentligt förbättrad framöver.

I vårt bas-scenario har vi gjort en prognos om en försäljning av 15 stycken Biopen system och 10 stycken Dynaflow system under 2019. Med denna volym kommer Fluicell att kunna uppvisa en försäljning på drygt 10 miljoner kronor.

Vi räknar med en försäljning på 15 Biopen och 10 Dynaflow system under 2019

PROGNOS VOLYMER

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Biopen						
Antal	2	2	15	40	80	120
Försäljning	500	515	3 978	10 927	22 510	34 778
Dynaflow						
Antal	1	2	10	22	40	70
Försäljning	600	1 260	6 615	15 281	29 172	53 604
Biopixlar						
Antal				3	10	15
Försäljning				3 993	14 641	24 158
Licensförsäljning					4 381	7 776
Övrig försäljning	-24				619	2 224
Total försäljning	1 076	1 775	10 593	30 201	71 323	122 540
Försäljningstillväxt	-47%	65%	497%	185%	136%	72%

Källa: Mangold Insight

Rörelsemarginal på 35-40 procent inom räckhåll

I vår prognos räknar vi med att bolaget lyckas behålla prisbilden och också kunna genomföra vissa prisökningar. Dessa är relaterade till både en mer avancerad mix med dyrare instrument och för att möta en växande marknad. Vi har räknat med priser på 200-250 000 kronor för Biopen, med 600 000 kronor för Dynaflow Resolve och 1-1,5 miljoner kronor för den kommande Biopixlar Retina. Detta medför att bruttomarginalerna skall kunna hålla sig på en fortsatt hög nivå på 65 procent under tillväxtfasen 2019-2022. Bolaget kommer att behöva öka personalstyrkan, framförallt inom försäljning, samt ta ytterligare utvecklingskostnader. Det gör att vi bedömer att en rörelsemarginal på 30-40 procent är inom räckhåll under prognosperioden.

Med bibehållen prisbild kan Fluicell uppnå bruttomarginaler på 65 procent

Värdering

Extrem känslighet för tillväxt och avkastningskrav

Det är naturligt att värdet på ett bolag som befinner sig i ett tidigt skede är känsligt både för antaganden om tillväxt men också för vilket avkastningskrav som appliceras.

Vi har utgått från vårt basscenario där bolagets försäljning stiger från 10 miljoner kronor 2019 till över 120 miljoner kronor 2022. Fluicell förväntas nå en rörelsemarginal på drygt 40 procent i slutet av vår prognosperiod. Vi har valt att använda ett avkastningskrav på 15 procent och en långsiktig tillväxt på 3 procent. Värdet på aktien med dessa antaganden uppgår då till 26 kronor per aktie.

En renodlad DCF med vårt bas-scenario ger ett fundamentalt värde på 26 kr per aktie

FLUICELL - DCF MODELL

(MLN KR)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	Lång sikt
EBIT	-12 339	-8 712	1 362	24 942	51 648	
Skatt	-2 715	-1 917	300	5 487	11 363	
Avskrivningar	211	597	1 168	1 718	3 002	
Investeringar	1 500	2 500	3 000	6 000	7 000	
Rörelsekapital	492	24	1 794	334	3 508	
Fritt kassaflöde	-11 406	-8 722	-2 563	14 838	32 780	
Terminalvärde						273 211

Antaganden

Skattesats	22%
Diskonteringsränta	15%
Långsiktig tillväxt	3%

DCF Värdering

Enterprise value	175 116
Plus kassa	23 746
Minus skulder	2 794
Equity value (intrinsic value)	196 068
Riktkurs	26

Källa: Mangold Insight

Attraktiv risk reward

När vi utgår från vårt avkastningskrav på 15 procent samt vårt bas-scenario för försäljningen 2022 på ca 120 miljoner kronor och halverar respektive dubblar denna tillväxt så resulterar detta i ett värderingsspann per aktie från 7 till 64 kronor.

En känslighet i försäljningstillväxt från 7 kr till 64 kr

Om vi dessutom justerar avkastningskravet från 19 procent ned till 9 procent resulterar detta i ett värderingsspann på mellan 5 och 150 kronor per aktie. Analysen visar känsligheten i avkastningskrav och olika scenarion för försäljningstillväxten.

Värderingsspann på 5 till 150 kr

Värdering

DCF KÄNSLIGHET

(kr)	120 MLN KR 2022			
	Avk.krav	0,5x bas	Bas-scenario	2x bas
9%		13	58	150
11%		10	42	105
13%		8	32	80
15%		7	26	64
17%		6	21	53
19%		5	18	44

Källa: Mangold Insight

Vi har också genomfört en känslighetsanalys med en sammanvägning av terminalvärde och multipel av EV/EBITDA. Där låter vi ett genomsnitt av dessa utgöra terminalvärdet i vår DCF samtidigt som vi låser avkastningskravet till 15 procent. Med ett spann i EV/EBITDA-multipel på mellan 6x och 16x kan vi konstatera att värdet i vårt bas-scenario för försäljning varierar mellan 28 kronor och 50 kronor där vårt valda värde är en EV/EBITDA på 10x och ett motiverat värde på 36 kronor.

Vårt huvudsceanrio för försäljning är kolumnen i mitten; "Bas-scenario" med en försäljning på 120 miljoner kronor 2022

DCF/EVEBITDA 15%

(kr)	120 MLN KR 2022			
	EV/EBITDA	0,5x bas	Bas-scenario	2x bas
6x		8,5	28	67
8x		10	32	77
10x		11	36	88
12x		12	40	98
14x		13	45	108
16x		14	50	119

Källa: Mangold Insight

Vi konstaterar att vid ett antagande om en försäljning på 60 miljoner kronor inom 4 år, ett avkastningskrav på 15 procent justerat för en EV/EBITDA multipel på 6x renderar det ett motiverat värde på Fluicell-aktien på 8,50 kronor. Det ger en begränsad nedsida i aktien och visar att nuvarande kursnivå diskonterar en blygsam försäljningstillväxt under prognosperioden.

Begränsad nedsida i Fluicell-aktien

Risken i aktien är att bolaget fortsatt uppvisar ett alltför lågt antal sålda enheter. Det skulle kunna leda till en nyemission under första halvåret 2020. Men med 25 miljoner kronor i kassan och en förstärkt försäljningsorganisation är det vår bedömning att oddsen är på bolagets sida.

Fluicell och konkurrenter

Kommentar om jämförbara bolag

Vi har tittat på olika bolag inom life science-sektorn och kommit fram till slutsatsen att det är osäkert att jämföra bolag med olika inriktning och som samtidigt befinner sig i skilda stadier i sin utveckling. Detta försvårar möjligheten att hitta jämförbara bolag samt gör det mindre meningsfullt. Värderingen för ett ett sådant bolag är främst beroende av dess egen marknadspotential på lång sikt samt sannolikheten för framgång. Detta innebär att den viktigaste analysen är den bolagsspecifika värderingen.

Svårt hitta jämförbara bolag

Fluicell är ett litet bolag som idag saknar bra jämförelseprognoser på liknande bolag av samma storlek. Vi har ändå valt att jämföra med branschkollegan Cellink som har ett börsvärde på 1,8 miljarder kronor.

FLUICELL VS CELLINK

	Börsvärde	EV/EBITDA			EV/SALES		
	(MLN KR)	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Cellink	1 797	565	na	na	36,9	na	na
Fluicell	59	-3,2	-4,8	15,2	21,7	3,6	1,3
FLUI/CLNK	3%	nm	nm	nm	59%	nm	nm

Källa: Mangold Insight

Om våra prognoser för Fluicell jämförs med Cellink ser vi en rabatt på 40 procent på EV/sales för 2018. Cellinks försäljning under de senaste 12 månaderna uppgick till 45 miljoner kronor, vilket kan jämföras med Fluicells förväntade försäljning för helåret 2018 på mindre än 2 miljoner kronor. Fluicells låga EV/sales-multiplar för 2019-20 speglar det låga förtroendet för bolaget men också potentialen i aktien när bolaget börjar leverera volymer under 2019.

Stor rabatt på Fluicell jämfört med Cellink

Många av Fluicells konkurrenter är inte noterade eller tillhör en mycket större koncern med flera olika verksamheter. Däribland kan nämnas de utländska bolagen Elveflow, Warner, WPI, CellASIC, Fluxion, Sophion och Nanion. Många av dessa bolag har tagit steget in i screening och 3D-bioprinting under den senaste femårsperioden.

Många utländska peers är onoterade eller tillhör en större koncern

Vi kan inte heller utesluta att Fluicell blir föremål för någon typ av företagsaffär under de kommande åren. Närmast till hands ligger kanske ett rent uppköp från en större aktör inom life science-sektorn. Stora läkemedelsbolag kan tänkas vilja komma över denna kompetens. Ett annat scenario är att konsolidering inom screening och 3D-bioprinting leder till en sammanslagning av Fluicell med en konkurrent.

Framtida strukturaffärer inom screening och 3D-bioprinting är sannolik

SWOT - Analys Fluicell

Styrkor

- Bolaget sitter på en unik teknik för studier av enskilda celler och har flera patent
- Kundnyttan av att kunna erbjuda en ny teknik som sparar både tid och pengar åt läkemedelsindustrin
- Bolaget har redan ett trettiotal kunder, av vilka många är välkända bolag och universitet
- Kassan på ca 25 miljoner kronor är relativt stor och räcker utan ytterligare intäkter till början av 2020

Svagheter

- Fluicell är en relativt ny och liten spelare i marknaden för screening och 3D-bioprinting
- Relativt långa ledtider för order inom universitet och akademiska kliniker

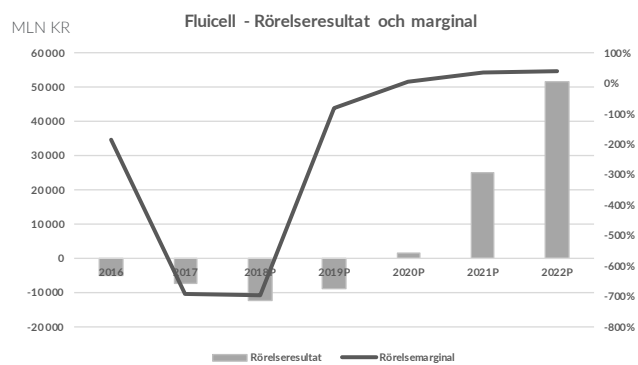
Möjligheter

- Att vinna gehör hos forskare och på så sätt etablera tekniken och produkterna hos både universitet och läkemedelsbolag
- Att erbjuda Biopen till ett relativt lågt pris till den akademiska världen ökar möjligheterna till snabbare investeringsbeslut på grund av lägre budgetrestriktioner

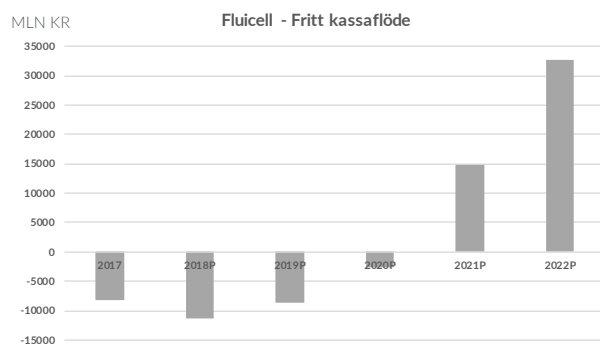
Hot

- Att konkurrenter utvecklar ännu bättre teknik för screening och 3D-Bioprinting
- Att det tar längre tid än förväntat för kunder att utvärdera och beställa produkterna

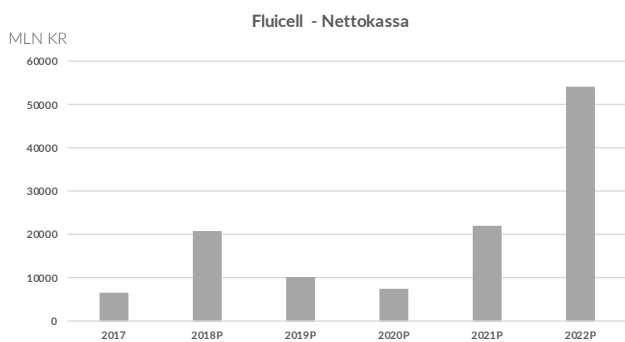
Fluicell - Appendix



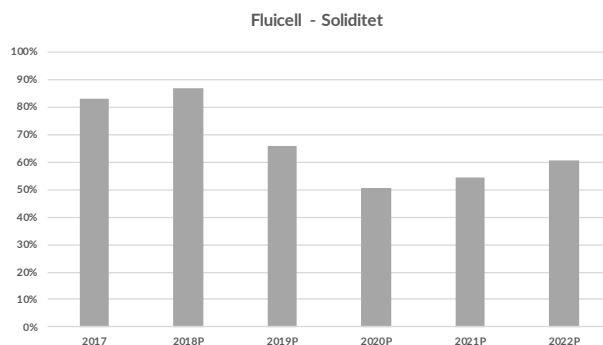
Källa: Mangold Insight



Källa: Mangold Insight



Källa: Mangold Insight



Källa: Mangold Insight

Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (MLN KR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Försäljning	2 652	1 076	1 775	10 593	30 201	71 323	122 540
Kostnad sålda varor	-432	-367	-604	-3 708	-10 570	-24 963	-42 889
Bruttovinst	2 220	709	1 172	6 886	19 631	46 360	79 651
Bruttomarginal	84%	66%	66%	65%	65%	65%	65%
Personalkostnader	-2 880	-4 485	-7 800	-9 000	-10 800	-13 200	-18 000
Övriga rörelsekostnader	-4 221	-3 589	-5 500	-6 000	-6 300	-6 500	-7 000
Avskrivningar	85	71	211	597	1 168	1 718	3 002
Rörelseresultat	-4 966	-7 436	-12 339	-8 712	1 362	24 942	51 648
Rörelsemarginal	-187%	-691%	-695%	-82%	4,5%	35,0%	42,1%
Ränteintäkter	43	0	78	237	161	163	323
Räntekostnader	-27	-34	-136	-288	-468	-588	-818
Finansiella poster netto	16	-34	-57	-50	-307	-425	-495
Resultat e finansnetto	-4 950	-7 470	-12 396	-8 762	1 055	24 517	51 153
Skatter	0	0	0	0	232	5 394	11 254
Nettoresultat	-4 950	-7 470	-12 396	-8 762	823	19 124	39 900
Nettomarginal	-186%	-694%	-698%	-83%	2,7%	26,8%	32,6%

Källa: Mangold Insight

Balansräkning (MLN KR)	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Tillgångar							
Kassa och bank	1 099	7 833	23 746	16 058	16 255	32 262	69 656
Kundfordringar	960	2 123	2 432	2 902	6 619	9 770	16 786
Lager	443	877	1 459	2 902	6 619	15 633	26 858
Anläggningstillgångar	273	702	1 991	3 894	5 726	10 008	14 006
Tillgångar totalt	2 775	11 535	29 628	25 756	35 220	67 673	127 306
Skulder							
Leverantörsskulder	226	759	1 157	3 047	8 688	20 518	35 251
Räntebärande skulder	708	1 194	2 794	5 794	8 794	10 294	15 294
Skulder totalt	934	1 953	3 951	8 841	17 482	30 812	50 545
Eget kapital							
Eget kapital	219	573	29 064	29 064	29 064	29 064	29 064
Balanserad vinst	1 622	9 009	-3 387	-12 149	-11 326	7 797	47 697
Eget kapital totalt	1 841	9 582	25 677	16 915	17 738	36 861	76 761
Skulder och eget kapital	2 775	11 535	29 628	25 756	35 220	67 673	127 306

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. De lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation 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. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Fluicell.

Mangold äger aktier i Fluicell

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent