2026-11-04

Lumito

Partnermodellen tar kommersiell form

Lumito AB (”Lumito” eller ”Bolaget”) kommersialiserar SCIZYS, en patenterad plattform baserad på uppkonverterande nanopartiklar (UCNP) som möjliggör kvantitativ och högkontrastbaserad biomarköranalys i vävnadsprover. Under hösten har Bolaget stärkt försäljningskanalerna, där Offspring Biosciences, ett CRO-bolag specialiserat på vävnads- och cellanalys med expertis som härstammar från AstraZeneca, nu inkluderar SCIZYS i sitt erbjudande. Därtill har partnerskapet med Aurevia breddat räckvidden, och den första ordern utanför Norden visar att Scan-as-a-Service möjliggör försäljning på nya marknader utan lokal närvaro. Med en kassa om ca 6,3 MSEK och en fortsatt stark kostnadsdisciplin bedöms likviditeten räcka in i Q1-27. Därutöver kan TO10 tillföra upp till ca 15 MSEK i januari, men med en teckningskurs om 2,07 kr är ett väsentligt tillskott villkorat av att de kommersiella framstegen reflekteras i aktiekursen. Ett samarbete med ett läkemedelsbolag samt en större order via Offspring Biosciences utgör därmed avgörande triggers fram till nyttjandeperioden. Genom en DCF-värdering härleds ett motiverat nuvärde om 2,10 kr (2,43) per aktie.

- **Kompatibilitet sänker adoptionströsklarna**

Genom pilotstudien med Offspring Biosciences har SCIZYS visat kompatibilitet med Roche Ventanas Discovery Ultra, en förutsättning för att CRO-bolaget nu inkluderar SCIZYS i sitt erbjudande. Mönstret känns igen från Concept Life Sciences, där Leica Bond RX banade väg för partnerskapet. CRO-bolag standardiserar sina arbetsflöden kring ett fåtal autostainers, och möjligheten att använda SCIZYS på befintlig plattform, utan omfattande förändringar i arbetsflödet, är därmed central för adoptionstakten. Genom kompatibilitet med tre autostainers, Bond RX, Discovery Ultra och CliniSciences PA-3600, kan SCIZYS nu integreras hos en betydande del av den adresserbara kundbasen, vilket stärker förutsättningarna för fler CRO-partners, den centrala drivaren av reagensintäkter i vår prognos.

- **Partnerbasen växer men ordrarna dröjer**

Omsättningen under Q3-26 uppgick till 38 tSEK (0), hänförlig till ordern utanför Norden. Efter perioden har en befintlig kund inom klinisk forskning lagt en uppföljningsorder om ca 20–30 tSEK, ett tidigt kvitto på att Scan-as-a-Service kan omsätta utvärderingar i återkommande användning. OPEX minskade till 3,3 MSEK (4,1), ned 20 % Y-Y, vilket förlänger Bolagets runway i ett skede där intäktsbasen ännu är begränsad. Vi reviderar ned omsättningsestimaten för kommande år, då vi hade förväntat oss både fler och större ordrar. Bolagets utvidgade bas av CRO-partners är en bra grundbult, men utan ordrar som bekräftar att partnernätverket genererar återkommande volymer bedömer vi att en mer försiktig upprampning är motiverad.

- **Säljtryck från garanter vidgar gapet till motiverat värde**

Vi härleder ett motiverat nuvärde om 2,10 kr (2,43) per aktie i ett Base scenario. Sedan Q2-rapporten har aktien fallit >50 %, trots att Bolaget levererat på i stort sett alla milstolpar som kommunicerades vid emissionen. Vi bedömer att en betydande del av nedgången förklaras av säljtryck från garanter som tilldelats aktier, snarare än av den operativa utvecklingen. Med en ansträngd finansiell position blir det dock avgörande att framstegen fram till nyttjandeperioden för TO10 i januari reflekteras i aktiekursen, då detta styr både utfallet i optionerna och villkoren för en eventuell kompletterande kapitalanskaffning.

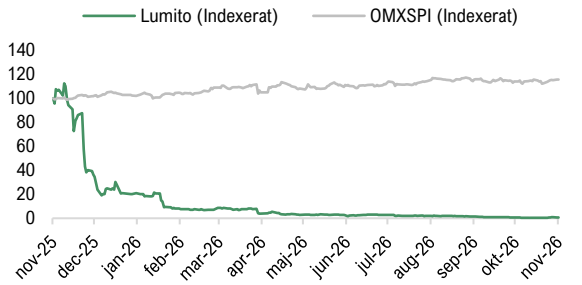
Värderingsintervall

Bear	Base	Bull
0,67 kr	2,10 kr	4,36 kr

Nyckeldata

Senast betalt (2026-11-03)	0,80
Antal Aktier (st.)	11 695 854
Market Cap (MSEK)	9,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,3
Enterprise Value (MSEK)	5,0
Lista	Nordic SME
Kvartalsrapport 4 2026	2027-02-23

Kursutveckling



Huvudägare (Bolaget, 2026-09-30)

= Insynsperson

Daniel Nilsson	11,6 %
Fenja Capital II A/S	9,7 %
Mangold Fondkommission AB	5,5 %
Tuvedalen Ltd	5,2 %
Mikrolund Holding AB	4,0 %

Prognoser (MSEK)	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Tillväxt Y-Y	N/A	N/A	1345%	244%	147%	37%
Nettoomsättning	0,0	0,2	2,9	10,0	24,8	34,1
Bruttoresultat	**0,9**	**0,2**	**2,1**	**7,4**	**18,9**	**26,6**
Bruttomarginal (adj.)	N/A	N/A	72%	74%	76%	78%
Rörelsekostnader	-23,0	-18,8	-21,7	-25,6	-29,4	-31,7
EBIT	**-41,6**	**-37,9**	**-38,9**	**-37,5**	**-20,2**	**-5,1**
EBIT-marginal (adj.)	N/A	N/A	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	N/A	46,1	3,2	0,9	0,4	0,3
EV/S	N/A	24,9	1,7	0,5	0,2	0,1
EV/EBIT	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-1,0

Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Introduktion

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q3-26	4-5
Bolagsbeskrivning	6-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell prognos	11-15
Värdering	16-18
Bull & Bear scenario	19
Ledning & Styrelse	20-21
Appendix	22-23
Disclaimer	24

Om Bolaget

Lumito utvecklar och marknadsför teknologi för avancerad analys av vävnadsprover inom forskning, läkemedelsutveckling och digital patologi. Den patenterade SCIZYS-plattformen bygger på uppkonverterande nanopartiklar (UCNP) och kombinerar mycket hög detektionskänslighet med minimal störande bakgrund, vilket möjliggör kvantitativ analys av proteiner i vävnad, även vid låga nivåer. Genom att möjliggöra mer detaljerad information om biologiska processer vill Bolaget bidra till utvecklingen av precisionsmedicin. Lumito grundades år 2010 som en spinoff från Lunds universitet och är sedan år 2018 noterat på Nordic SME.

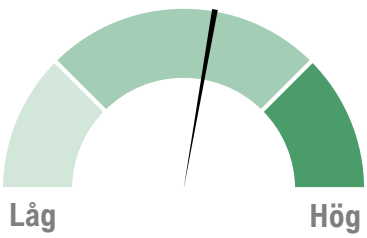
VD och ordförande

Verkställande Direktör	Sanna Wallenborg
Styrelseordförande	Kerstin Jakobsson

Analytiker

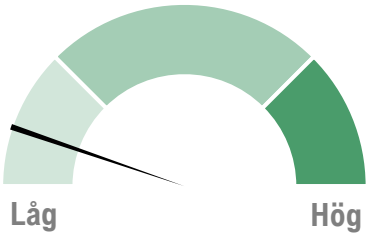
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 76 044 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värdedrivare



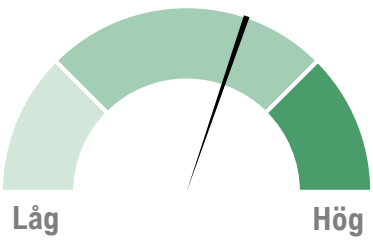
Under kommande år bedöms den kommersiella uppskalningen vara den primära värdedrivaren, där nya och återkommande order samt ytterligare CRO-partnerskap blir centrala för att successivt bygga återkommande intäkter. Därtill utgör framsteg inom klinisk diagnostik en viktig trigger, där ett partnerskap och fastställandet av plattformens *intended use* utgör centrala första steg.

Lönsamhet



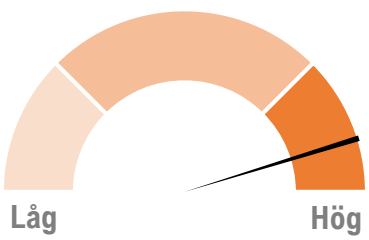
Bolaget har ännu inte genererat väsentliga intäkter, vilket återspeglar den tidigare utvecklingsintensiva fasen med fokus på R&D. Fokus har nu skiftat mot kommersialisering, och genom en partnerdriven strategi har OPEX exkl. aktiverat arbete och D&A succesivt reducerats, från 42 MSEK år 2022 till ca 23 MSEK år 2025. Betyget baseras på historisk lönsamhet och återspeglar inte framtida prognoser.

Ledning & Styrelse



Lumitos ledning har erfarenhet från diagnostik, medicinteknik och internationell kommersialisering, med kompetens inom regulatoriska processer, affärsutveckling och teknikutveckling. Styrelsen besitter kompletterande erfarenhet från life science och kapitalmarknaden, vilket är relevant i Bolagets nuvarande fas av kommersiell uppskalning. För ett högre betyg efterfrågas ett högre insynsägande, vilket enbart uppgår till ca 1,6 % av aktierna.

Risk



Adoptionstakten och Bolagets finansieringssituation utgör centrala riskfaktorer. Kassan estimeras räcka in i Q1-27, men med TO10 out-of-the-money (teckningskurs 2,07 kr) och Fenja-lånet om 2 MSEK förfallande i mars 2027 bedöms ytterligare kapital sannolikt krävas. På sikt medför expansion mot klinisk diagnostik dessutom regulatorisk och finansiell osäkerhet kopplad till tidslinje och kapitalbehov.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Investeringsidé

Differentierad teknologi inom växande segment av digital patologi

Betydande investeringsfas genomförd

Lumito är ett svenskt medicinteknikbolag som genom den patenterade SCIZYS-plattformen har utvecklat en teknologiskt differentierad lösning för vävnadsanalys inom digital patologi, vilken bygger på uppkonverterande nanopartiklar (UCNP). Till skillnad från konventionella metoder, vilka präglas av subjektiv visuell bedömning och begränsad kvantifierbarhet, möjliggör SCIZYS högkänslig och reproducerbar kvantifiering av biomarkörer i vävnadsprover. Plattformen är applikationsoberoende och erbjuder därmed bred kommersiell potential. Sedan år 2020 har ca 64 MSEK investerats i utvecklingen, vilket innebär att den mest kapitalkrävande utvecklingsfasen är genomförd, varpå fokus framgent ligger på kommersiell uppskalning. Bolaget befinner sig i en tidig kommersiell fas inom segmentet forskning och läkemedelsutveckling (Research Use Only, "RUO"), där höga krav på känslighet och kvantifierbarhet drivs av behovet att lokalisera biomarkörer i vävnad, mäta små behandlingsrelaterade förändringar och identifiera sällsynta cellpopulationer. Under år 2026 har Bolaget genererat de första intäkterna, inklusive en första order utanför Norden, och samtidigt lagt grunden för en framtida expansion mot klinisk diagnostik, vilken på sikt avses ske tillsammans med en partner och utgör en strukturell tillväxtmöjlighet.

Partnerdriven och skalbar affärsmodell

Scan-as-a-Service sänker trösklarna och främjar snabb uppskalning

Sedan SCIZYS erhöll CE-märkning år 2024 och blev kommersiellt tillgänglig som RUO inom EU har Lumito etablerat en tydlig go-to-market-strategi med fokus på partnerskap med ledande europeiska Contract Research Organisations (”CRO”). Genom integration i CRO-bolagens befintliga tjänsteerbjudanden möjliggörs kostnadseffektiv marknadspenetration och bred kundexponering utan behov av en egen omfattande säljorganisation, vilket förväntas bana väg för kapitaleffektiv uppskalning och successivt ökande återkommande intäkter. Bolaget har etablerat kommersiella CRO-samarbeten med Concept Life Sciences, Truly Labs, Offspring Biosciences och Aurevia, ett strategiskt partnerskap med Atlas Antibodies, ett pågående pilotprojekt med OracleBio, ett slutfört pilotprojekt med Navinci Diagnostics samt en proof-of-concept-studie med Tethis S.p.A. Genom Scan-as-a-Service-modellen, där kunder skickar färgade vävnadsprover till Lumito för skanning och digital analys, genereras återkommande intäkter från reagenskit och skanningtjänster utan att kunden behöver investera i egen hårdvara. Under 2026 års första nio månader uppgick nettoomsättningen till 116 tSEK, inklusive de första CRO-baserade intäkterna via Truly Labs och en första order utanför Norden, vilket bekräftar att affärsmodellen fungerar end-to-end.

Stegvis förflyttning mot klinisk diagnostik

Klinisk diagnostik på sikt via partner

På sikt utgör klinisk diagnostik en strukturell tillväxtmöjlighet för SCIZYS, där utvecklingen av en klinisk produkt förväntas ske tillsammans med en partner. Fokus under år 2026 har legat på kommersialiseringen inom RUO, medan definitionen av plattformens intended use utgör nästa steg inför en klinisk expansion. Fastställandet av den kliniska användningen ligger till grund för riskklassificering enligt IVDR och omfattningen av kliniska prestandastudier, vilket påverkar tidslinje, kapitalbehov och regulatorisk komplexitet, där en partner kan bidra med både resurser och regulatorisk erfarenhet. Vi estimerar att Lumito, tillsammans med en partner, når klinisk diagnostik år 2029, vilket förväntas bredda den adresserbara marknaden.

Prognos och värdering

2,10 kr per aktie Base scenario

Analyst Group estimerar att tillväxten initialt drivs av forsknings- och läkemedelsutvecklingssegmentet via en CRO-baserad Scan-as-a-Service-modell, vilket möjliggör uppskalning med begränsad ökning av fasta kostnader. Antalet CRO-partners förväntas öka successivt och därmed stärka de återkommande reagensintäkterna. Analyst Group estimerar ett inträde inom klinisk diagnostik år 2029, där en växande installerad bas antas utgöra en central tillväxtdrivare. Sammantaget prognostiseras nettoomsättningen uppgå till ca 34 MSEK år 2030, med fortsatt tillväxt under efterföljande år. Med en estimerad bruttomarginal om 70–80 % och en skalbar kostnadsstruktur bedömer vi att Lumito når break-even år 2031, följt av successiv marginalexpansion. Värderingen baseras på en DCF-modell kompletterad med en exit-multipel om EV/EBIT 12x på det estimerade EBIT-resultatet år 2036, vilket implicerar ett motiverat värde om 2,10 kr per aktie. Detta motsvarar en implicit EV/S-multipel om 2,0x på 2028E.

Risker att bevaka: Adoptions- och finansieringsrisk

Förhöjd finansieringsrisk

Lumito är i en tidig kommersiell fas med begränsad intäktsbas, vilket innebär att adoptionstakten utgör en central risk. Nya analysmetoder inom vävnadsdiagnostik kan ta tid att integreras i etablerade forsknings- och utvecklingsflöden, vilket kan fördröja intäktsuppskalningen. Viktiga triggers att bevaka är en första order via Offspring Biosciences, ett första samarbete med ett läkemedelsbolag samt ökande ordervolymer från etablerade CRO-partners, vilka tillsammans kan accelerera uppbyggnaden av en återkommande intäktsbas och successivt reducera riskprofilen. Vid utgången av Q3-26 uppgick kassan till ca 6,3 MSEK, vilket bedöms finansiera verksamheten in i Q1-27, samtidigt som resterande lån om 2 MSEK till Fenja förfaller i mars 2027. Med en aktiekurs väl under TO10:s teckningskurs (2,07 kr) bedöms ett väsentligt tillskott via optionerna som osäkert, varför Bolaget sannolikt behöver säkra ytterligare finansiering.

Breddad teknisk validering och ökad kommersiell närvaro

Det tredje kvartalet, och i synnerhet perioden efter kvartalets utgång, har präglats av en tydlig förflyttning från teknisk validering mot kommersiell användning. På automationssidan integrerades SCIZYS framgångsrikt med CliniSciences autostainer PA-3600, där CliniSciences på egen hand nådde högkvalitativa bilder utan föregående protokolloptimering, och efter periodens utgång har pilotstudien med Offspring Biosciences bekräftat kompatibiliteten med Roche Ventanas Discovery Ultra. Därmed har SCIZYS demonstrerad kompatibilitet med Leica Bond RX, Discovery Ultra och PA-3600, vilket Analyst Group ser som en central förutsättning för bred adoption. Automatiserad infärgning är i dag standard hos CRO-bolag och laboratorier, vilka vanligtvis har standardiserat sina arbetsflöden kring en eller ett fåtal plattformar. Kan SCIZYS inte köras på den plattform kunden redan använder krävs därmed både nya rutiner och omfattande protokolloptimering, vilket höjer tröskeln för att ta tekniken i bruk. Mekanismen illustreras konkret av att kompatibiliteten med Leica Bond RX möjliggjorde partnerskapet med Concept Life Sciences, och att kompatibiliteten med Discovery Ultra på motsvarande sätt utgjorde en viktig förutsättning för att Offspring Biosciences nu inkluderar SCIZYS i sitt erbjudande. Med PA-3600 utökas därtill den del av marknaden som SCIZYS kan nå utan att kunden behöver förändra sina befintliga flöden. Därtill bidrar automatiserade arbetsflöden med den standardisering och reproducerbarhet som på sikt är en förutsättning för Bolagets ambition att närma sig klinisk diagnostik.

Kompatibilitet med tre autostainers

På evidenssidan har SCIZYS identifierat biomarkören PSA i lymfkörtelvävnad i samarbetet med professor Anders Bjartell, ett resultat som efter periodens utgång följts upp med att SCIZYS uppvisat ett cirka tio gånger bredare mätområde för PSA jämfört med den etablerade referensmetoden kromogen HRP/DAB. Analyst Group ser detta som ett av de mer kommersiellt relevanta tekniska beskeden hittills, då prestandaskillnaden kvantifieras mot en metod som potentiella kunder redan använder, vilket ger Bolaget ett konkret säljargument gentemot både CRO- och läkemedelsbolag. Tillsammans med en studie vid Malmö universitet, sedermera publicerad i vetenskapligt granskad form, som påvisat ett betydligt bredare dynamiskt detektionsområde än traditionell fluorescensmikroskopi, har SCIZYS därmed visat ett bredare mätområde än en etablerad metod inom både brightfield- och fluorescensbaserad analys. Studien visade därtill att teknologin kan tillämpas för analys av biomarkörer i enskilda celler, utöver vävnadsbaserad analys, vilket på sikt kan bredda den adresserbara marknaden och öppna för nya användargrupper inom akademisk forskning, läkemedelsutveckling och precisionsmedicin.

Efter periodens utgång: två nya CRO-samarbeten

Det mest väsentliga beskedet efter periodens utgång är att Offspring Biosciences, efter en framgångsrik pilotstudie, nu inkluderar SCIZYS som ett komplement för utvalda applikationer i sitt kommersiella erbjudande, där Lumito anlitas som specialistunderleverantör i relevanta kundprojekt. Analyst Group ser beskedet som en viktig bekräftelse av den partnerdrivna affärsmodellen, då en pilot nu omsatts i ett kommersiellt steg, och noterar särskilt att parterna redan för en konkret dialog med en extern kund kring ett gemensamt erbjudande, från biopsi till färdigt analysresultat. Att Lumito självt tog initiativ till det gemensamma erbjudandet vittnar om en mer proaktiv kommersiell förmåga. Något ordervärde har ännu inte kommunicerats, och erfarenheten från Truly Labs talar för att det kan dröja innan inkluderingen ger intäkter, men en konvertering av kunddialogen till en order skulle utgöra en tydlig närtida trigger.

Två nya CRO-samarbeten

Därtill har Lumito inlett ett partnerskap med CRO-bolaget Aurevia, med kunder i över 60 länder, vilket breddar den kommersiella räckvidden och utgör en första leverans mot Q4-målet om minst två ytterligare CRO-samarbeten. Pilotprojektet med Navinci Diagnostics har vidare slutförts med resultat som uppfyllde projektets mål, även om något fortsatt samarbete inte blir aktuellt i nuläget. Därutöver har en befintlig kund inom klinisk forskning, efter en inledande utvärdering, lagt en uppföljningsorder om ca 20–30 tSEK avseende ytterligare scanningar, vilket utgör ett tidigt tecken på att Scan-as-a-Service kan omsätta utvärderingar i fortsatt betald användning. Nästa stora milstolpe att bevaka är ett första samarbete med ett läkemedelsbolag, vilket Bolaget kommunicerat som ett prioriterat mål under Q4-26.

Begränsad omsättning men solid kostnadskontroll i ett ansträngt läge

116 tSEK
Nettoomsättning YTD 2026

Nettoomsättningen uppgick under kvartalet till 38 tSEK (0), hänförligt till ordern från det europeiska universitetssjukhuset, vilket summerar till 116 tSEK för årets första nio månader. Analyst Group estimerade en nettoomsättning om ca 0,3 MSEK för helåret 2026, vilket implicerade ca 0,2 MSEK under H2-26, och utfallet är därmed något under vår förväntan, om än marginellt i absoluta tal. Givet de små volymerna utgör bruttomarginalen ännu inte en meningsfull mätpunkt.

Kommentar Q3-26

-20 % Y-Y
Rörelsekostnader

Rörelsekostnaderna, innefattande personal- och övriga externa kostnader, uppgick till ca 3,3 MSEK (4,1), motsvarande en minskning om ca 20 % Y-Y och att jämföra med ca 5,4 MSEK under Q2-26, vilket även understiger våra estimat. Minskningen är främst hänförlig till personalkostnaderna, som uppgick till ca 1,6 MSEK (2,2), en minskning om ca 27 % Y-Y, medan övriga externa kostnader minskade med ca 10 % Y-Y, från ca 1,8 MSEK till ca 1,6 MSEK. EBITDA uppgick till ca -3,1 MSEK (-4,0) och rörelseresultatet (EBIT) till ca -7,9 MSEK (-8,9), där en betydande del av förlusten alltjämt utgörs av icke kassaflödespåverkande avskrivningar om ca 4,9 MSEK på tidigare aktiverade utvecklingsutgifter.

Sammantaget bedömer Analyst Group att utfallet bekräftar den kostnadsdisciplin som präglat Bolaget sedan besparingsprogrammet under 2025, där rörelsekostnaderna under årets första nio månader minskat med ca 15 % Y-Y, efter att kostnadsbasen exklusive avskrivningar redan reducerats från ca 42 MSEK år 2022 till ca 23 MSEK år 2025. I ett finansiellt ansträngt läge är en återhållsam kostnadsbas avgörande för att förlänga Bolagets runway, även om utmaningen framgent blir att balansera fortsatt kostnadskontroll mot de kommersiella satsningar som krävs för att omsätta det växande intresset i intäkter.

Finansieringen utgör den centrala frågan inför år 2027

6,3 MSEK
Kassa vid utgången av Q3-26

Under kvartalet tillfördes Bolaget likviden från företrädesemissionen, ca 15 MSEK brutto, varav ca 4 MSEK användes till amortering av lånet från Fenja, som därefter uppgår till ca 2 MSEK. Vid periodens utgång uppgick kassan till ca 6,3 MSEK.

Den finansiella risken har dock ökat markant de senaste månaderna. Teckningsoptionerna av serie TO10, med nyttjandeperiod i januari 2027, har en teckningskurs om 2,07 kr per aktie, att jämföra med den aktuella aktiekursen om ca 0,80 kr (2026-11-03), och är därmed ej in-the-money. Då teckningskursen är fast och inte baseras på en VWAP får aktiekursens utveckling en direkt påverkan på Bolagets framtida finansiella läge.

TO10 out-of-the-money (teckningskurs 2,07 kr)

Samtidigt finns det flera potentiella triggers fram till nyttjandeperioden i januari. Dessa inkluderar en konvertering av den pågående kunddialogen med Offspring Biosciences till en första order, ett första samarbete med ett läkemedelsbolag, vilket Bolaget kommunicerat som ett prioriterat mål under Q4-26, slutförandet av pilotprojektet med OracleBio samt ytterligare CRO-samarbeten och vetenskapliga publikationer i linje med Bolagets Q4-mål. Analyst Group bedömer därför sannolikheten för ett väsentligt tillskott via TO10 som begränsad men inte obefintlig, och vi kan inte utesluta att Bolaget tillförs kapital den vägen.

Med nuvarande kassa om ca 6,3 MSEK och en kapitalförbrukning om ca 1,3 MSEK per månad bedömer vi att Bolaget är finansierat in i Q1-27, samtidigt som det resterande lånet om 2 MSEK till Fenja förfaller till betalning vid utgången av mars 2027, vilket gör kapitalbehovet än mer påtagligt. Styrelsen bedömer i linje med detta att rörelsekapitalet är säkerställt in i senare delen av Q1-27. Finansieringsfrågan utgör därmed den enskilt mest väsentliga risken i aktien på kort sikt, och hur Bolaget avser att adressera kapitalbehovet blir centralt att bevaka framgent.

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att Q3-rapporten, tillsammans med händelserna efter periodens utgång, visar på ett tydligt kommersiellt momentum i Lumito. Offspring Biosciences inkludering av SCIZYS i sitt erbjudande, partnerskapet med Aurevia, demonstrerad kompatibilitet med tre automationsplattformar och de kvantifierade PSA-resultaten stärker sammantaget både trovärdigheten för tekniken och de kommersiella kanalerna, samtidigt som kostnadsbasen hålls väl under kontroll. Omsättningen är dock alltjämt marginell, och med en kassa som bedöms räcka in i Q1-27 utgör finansieringen den centrala frågan framgent. Med TO10 *out-of-the-money* är ett väsentligt tillskott den vägen osäkert, men med flera potentiella triggers fram till januari, däribland en första order via Offspring Biosciences och ett första samarbete med ett läkemedelsbolag, kan vi inte utesluta att Bolaget tillförs kapital via optionerna. De kommande månaderna blir därmed avgörande, både för Bolagets kommersiella utveckling och för förutsättningarna inför finansieringen av verksamheten under år 2027.

Bolagsbeskrivning

SCIZYS – Plattform för kvantitativ digital vävnadsanalys

Lumitos patenterade plattform för digital vävnadsanalys, SCIZYS, bygger på uppkonverterande nanopartiklar (UCNP) och möjliggör högkontrastavbildning samt kvantitativ detektion av biomarkörer i vävnadsprover. Plattformen adresserar ett tydligt behov inom forskning och läkemedelsutveckling, där etablerade metoder ofta är semikvantitativa, subjektiva och har begränsad känslighet vid låga biomarkörnivåer. Detta är särskilt relevant i tillämpningar som kräver exakt lokalisering av biomarkörer i vävnad, exempelvis vid analys av tumörmikromiljöer, kvantifiering av behandlingsrelaterade förändringar i läkemedelsstudier samt identifiering av sällsynta cellpopulationer, såsom specifika immunceller.

Genom effektiv filtrering av bakgrundssignaler genereras reproducerbara digitala bilder som möjliggör objektiv analys av biomarköruttryck, vilket reducerar beroendet av visuell tolkning och skapar förutsättningar för effektivare resursutnyttjande samt framtida automatisering, inklusive AI-baserad analys.

SCIZYS är sedan år 2024 CE-märkt som Research Use Only (RUO) och kommersiellt tillgänglig inom EU. På sikt är ambitionen att expandera mot klinisk diagnostik, där behovet av objektiv och kvantitativ biomarköranalys är centralt. Bolagets patentskydd sträcker sig till år 2038 och omfattar användningen av uppkonverterande nanopartiklar (UCNP) för biomarkördetektion och vävnadsavbildning.

Plattformens tekniska styrkor

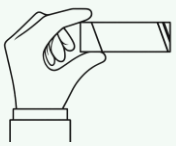
- **Hög analytisk känslighet:** SCIZYS möjliggör detektion av enskilda uppkonverterande nanopartiklar, vilket innebär att biomarkörer kan identifieras även vid mycket låga uttrycksnivåer. Detta är särskilt relevant vid tidig sjukdomsdetektion och vid utvärdering av läkemedelskandidater, där små förändringar i biomarköruttryck kan vara avgörande för att påvisa biologisk effekt eller behandlingsrespons.
- **Kvantitativ analys över brett dynamiskt omfång:** Kombinationen av hög känslighet och brett dynamiskt omfång möjliggör exakt mätning och kvantifiering av biomarköruttryck över ett stort koncentrationsintervall. Detta skapar objektiva och reproducerbara data, vilket är särskilt värdefullt i prekliniska studier och vid utveckling av biologiska läkemedel.
- **Separata bildlager för biomarkörsignal och vävnadsstruktur:** SCIZYS genererar separata bildlager för biomarkörsignal respektive cell- och vävnadsstruktur från samma prov. Detta möjliggör samtidig analys av biomarkörernas lokalisering och kvantitativa uttryck utan störande bakgrund från vävnaden, vilket stärker den biologiska tolkningen och den diagnostiska precisionen.

SCIZYS – Tekniköversikt och arbetsflöde

Standard IHC-arbetsflöde
SCIZYS bygger på etablerade immunhistokemiska (IHC) arbetsflöden där vävnadsprover placeras på glasskivor och specifika biomarkörer (antigen) i cellerna identifieras med hjälp av primära och sekundära antikroppar. Antikropparna, som tillhandahålls av externa leverantörer, är standardkomponenter inom IHC och avgör vilken biomarkör som analyseras. Metodens träffsäkerhet beror således på valet av antikropp, medan själva signalgenereringen varierar beroende på detektionsmetod.

Lumitos differentiering
I konventionell IHC används färgämnen eller fluorescerande markörer för att visualisera biomarkörer, vilket kan begränsas av bakgrundsbrus och autofluorescens från vävnaden. Lumito ersätter dessa markörer med uppkonverterande nanopartiklar (UCNP) som kopplas till antikropparna i detektionssteget. Nanopartiklarna exciteras, det vill säga aktiveras, med nära-infrarött ljus (NIR) och emitterar därefter synligt ljus, vilket minimerar störande bakgrundssignal och förbättrar signal-till-brus-förhållandet. Resultatet är digitala bilder med hög kontrast och reproducerbarhet, vilket möjliggör objektiv och kvantitativ analys av biomarköruttryck.

1



Vävnadsprov på glas

Tunt snittade vävnadsprover appliceras på glas och färgas för att synliggöra cellstruktur och morfologi, i linje med etablerade arbetsflöden inom vävnadsanalys.

2



SCIZYS Erbium Kit

Biomarkörer i vävnadsprovet märks med uppkonverterande nanopartiklar via ett UCNP-baserat reagenskit, vilket möjliggör selektiv och högkänslig biomarkördetektion.

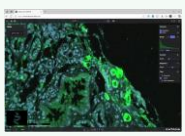
3



SCIZYS S1-skanner

Vävnadsprovet skannas i SCIZYS med två avbildningsmodaliteter: traditionell ljusmikroskopi för vävnadsstruktur samt Lumitos fluorescens för biomarkörsignal.

4



Digital bild

Resultatet är en digital bild som möjliggör objektiv visualisering och kvantitativ analys av biomarköruttryck, med hög kontrast och minimal bakgrundsstörning.

Bolagsbeskrivning

Skalbar och kostnadseffektiv partnermodell

CRO-partners:

CONCEPT LIFE SCIENCES

truly labs

OFFSPRING BIOSCIENCES

Aurevia

Affärsmodell

Bolaget adresserar forsknings- och läkemedelsutvecklingssegmentet (Research Use Only, RUO) genom en go-to-market-strategi där Contract Research Organisations (CRO) agerar kommersiella partners och distributionskanaler. Genom att integrera SCIZYS i CRO-bolagens befintliga tjänsteerbjudanden kan Lumito nå flera slutkunder parallellt utan att bygga en egen kapitalkrävande säljorganisation. Modellen möjliggör bred marknadstäckning med begränsat resursbehov och skapar operationell hävstång, då ökade uppdragsvolymer hos CRO-partnerna därmed driver tillväxt utan motsvarande ökning av fasta kostnader.

Scan-as-a-Service

Mot bakgrund av långa införsäljningscykler och trög adoption inom Life Science har Bolaget lanserat Scan-as-a-Service. Kunden köper reagenskit, färgar sina vävnadsprover och skickar glasslides till Lumito för skanning, varefter digitala bilder levereras via en molnbaserad lösning i samarbete med Katana Labs AI-baserade bildanalys-plattform.

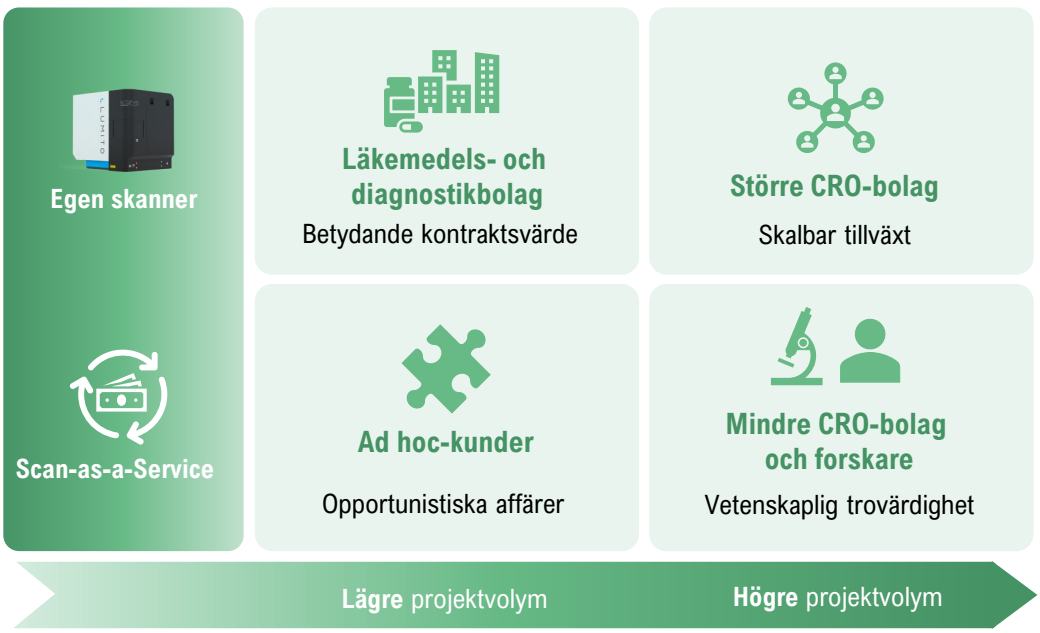
Modellen genererar återkommande intäkter från såväl reagensförsäljning som skanningtjänster, samtidigt som den sänker trösklarna för initial adoption genom att eliminera behovet av investering i egen skanner. Lumito har etablerat samarbeten med Concept Life Sciences, Truly Labs och Offspring Biosciences, som efter utvärdering inkluderat SCIZYS i sina respektive erbjudanden, samt ett partnerskap med Aurevia.

Inom ramen för Scan-as-a-Service har Bolaget under år 2026 erhållit flera mindre ordrar från svenska forskningskunder, varav en återkommande, samt i september den första ordern utanför Norden, vilket bidragit till en omsättning om 116 tSEK LTM (Q3-26). Detta inkluderar bl.a. de första CRO-baserade intäkterna från samarbetet med Truly Labs. Efter Q3-26 har därtill en befintlig kund inom klinisk forskning lagt en uppföljningsorder efter en inledande utvärdering, vilket illustrerar hur modellen möjliggör en stegvis övergång från utvärdering till återkommande användning. Parallellt har ekosystemet breddats med kompatibilitet mot CliniSciences autostainer PA-3600, ett pilotprojekt med OracleBio samt ett strategiskt partnerskap med Atlas Antibodies, som under Q2-26 resulterade i ett gemensamt white paper.

Traditionell intäktsmodell

Utöver Scan-as-a-Service erbjuder Lumito en mer traditionell modell, vanligt förekommande inom klinisk diagnostik, där intäkter genereras genom försäljning eller leasing av skannrar i kombination med löpande försäljning av reagenskit. Slutkunden utgörs typiskt av en CRO-partner eller större läkemedelsbolag.

Oberoende av kommersiellt upplägg är kärnan i intäktsmodellen den återkommande försäljningen av reagenskit innehållande uppkonverterande nanopartiklar. Eftersom kiten är förbrukningsvaror etableras en skalbar, volymdriven intäktsbas som utvecklas i takt med kundernas analysaktivitet, vilket understryker vikten av en växande och återkommande kundbas för långsiktig tillväxt.



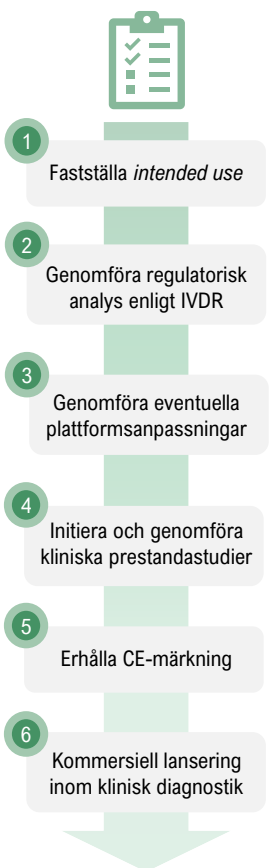
Bolagsbeskrivning

Strategiska utsikter: från forskning till klinisk diagnostik

Lumitos strategiska fokus är att initialt skala upp kommersialiseringen av SCIZYS inom forsknings- och läkemedelssegmentet, där CE-märkningen som Research Use Only (RUO) inom EU år 2024 utgör en central förutsättning. RUO-segmentet fungerar således som en initial kommersiell plattform där intäktsgenerering kombineras med praktisk validering genom kundprojekt, referensdata och kliniskt relevant evidens. Denna stegvisa etablering syftar till att successivt stärka plattformens regulatoriska och kliniska förankring inför en framtida expansion mot diagnostiska tillämpningar. Strategin vilar på följande pelare:

- **Bredda nätverket av CRO-partners:** Etablera samarbeten med ledande europeiska CRO-bolag som integrerar SCIZYS i sina befintliga tjänsteerbjudanden, vilket möjliggör kostnadseffektiv marknadspenetration och ökad användning genom CRO-partnernas projektvolymer.
- **Bygga relationer med större läkemedels- och diagnostikbolag:** Utveckla långsiktiga samarbeten där SCIZYS används för utveckling och utvärdering av nya läkemedel och diagnostiska tester, med potential att driva högre intäkter per kund och stärka plattformens strategiska roll i värdekedjan.
- **Scan-as-a-Service:** Driva snabbare adoption i forskningsmiljöer och med projektbaserade kunder genom en modell utan initial hårdvaruinvestering, vilket sänker inträdesbarriärer, skapar tidig användning och bidrar till vetenskaplig synlighet som kan katalysera ytterligare samarbeten.
- **Stärka produktportföljen:** Vidareutveckla erbjudandet genom reagenskit som möjliggör multiplexing, d.v.s. samtidig detektion av flera sjukdomsmarkörer i samma vävnadsprov, vilket breddar användningsområden och stärker värdeerbjudandet.

Vägen mot klinisk diagnostik



Expansion mot klinisk diagnostik utgör en betydande långsiktig möjlighet för Lumito, då en etablering inom segmentet breddar den adresserbara marknaden avsevärt. Det första och mest avgörande steget i den kliniska expansionen är att, tillsammans med en partner, definiera produktens *intended use*, det vill säga den avsedda kliniska användningen. Detta fastställer riskklassificering enligt IVDR (In Vitro Diagnostic Regulation), EU:s regelverk för in vitro-diagnostiska produkter, samt omfattningen av kliniska prestandastudier och den regulatoriska väg som därefter ska följas. Valet av inriktning är därmed styrande för såväl tidslinje och kapitalbehov som regulatorisk komplexitet.

Felaktiga vägval i ett tidigt skede kan medföra behov av kompletterande studier och dokumentation, varför det är centralt att bygga en gedigen regulatorisk förståelse innan större kliniska investeringar genomförs. När *intended use* har fastställts kan Bolaget, vid behov, genomföra riktade investeringar och anpassningar av plattformen för att säkerställa att produkten är optimerad för den valda kliniska tillämpningen.

Bolaget avser att, på sikt och tillsammans med en partner, genomföra en strukturerad analys av befintlig evidens och regulatoriska krav för att fastställa optimal klinisk inriktning. Utfallet av denna analys kommer att utgöra grund för beslut om nästa steg i den kliniska expansionen. Som del av förberedelserna analyserar Bolaget hur jämförbara aktörer har klassificerat sina produkter samt för löpande dialog med forskare och samarbetspartners. Därtill har Bolaget etablerat ett vetenskapligt råd (Scientific Advisory Board) bestående av kliniska och regulatoriska experter, vars uppgift är att bidra med vägledning kring indikation, studiedesign och regulatoriska prioriteringar, vilket bedöms minska risken för regulatoriska felsteg i kommande vägval.

När produktens kliniska användning är definierad och eventuella plattformsanpassningar är genomförda kan kliniska prestandastudier initieras i relevant klinisk miljö, i enlighet med IVDR-krav. Omfattningen och tidsåtgången för dessa studier är direkt kopplad till vald indikation och riskklassificering.

Den geografiska prioriteringen mellan Europa och USA är ännu inte formellt fastställd. Bolagets ambition är att fatta ett välunderbyggt beslut kring geografisk inriktning, snarare än att parallellt driva flera regulatoriska spår. EU framstår som ett potentiellt attraktivt första steg inom ramen för IVDR, där ett eventuellt godkännande kan fungera som regulatorisk referens inför vidare internationell expansion.

Marknadsanalys

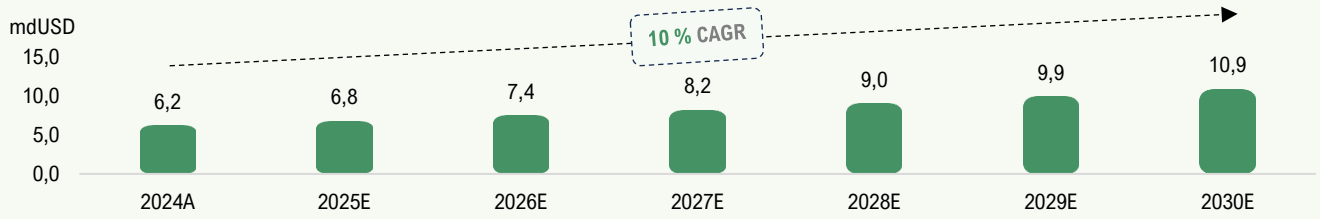
10,9 mdUSD
Globala marknaden för vävnadsdiagnostik 2030E

Strukturell tillväxt driven av ökade analyskrav och digitalisering

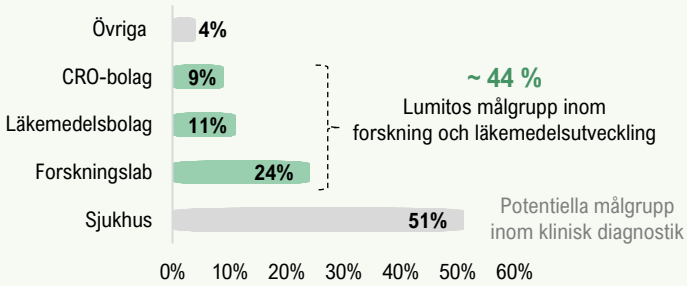
Den globala marknaden för vävnadsdiagnostik värderades till ca 6,2 mdUSD år 2024 och förväntas växa med en årlig tillväxttakt (CAGR) om ca 10 % fram till år 2030, för att vid prognosperiodens slut uppgå till ca 10,9 mdUSD.[1] Tillväxten drivs av såväl strukturella som teknologiska faktorer, där bl.a. en åldrande befolkning, ökande cancerprevalens och en högre sjukdomskomplexitet successivt ökar behovet av avancerad vävnadsanalys.

Inom **forskning och läkemedelsutveckling (RUO)** drivs marknadstillväxten av en allt mer biomarkörstyrd utvecklingsprocess och ett växande antal kliniska studier. Nya terapier med specifika verkningsmekanismer ställer högre krav på känslig, reproducerbar och kvantifierbar biomarköranalys genom hela utvecklingskedjan, från prekliniska modeller till registreringsgrundande studier. Detta inkluderar behovet av att lokalisera biomarkörer i vävnad, mäta små behandlingsrelaterade förändringar samt identifiera sällsynta cellpopulationer. Inom **klinisk diagnostik** drivs utvecklingen av ökande provvolymer, brist på patologer samt en accelererande övergång till digital patologi och AI-baserad bildanalys. Detta skapar ett behov av mer standardiserade, objektiva och skalbara analysmetoder som kan integreras i befintliga arbetsflöden och samtidigt bidra till högre effektivitet. Sammantaget bedöms kombinationen av ökade analyskrav, stigande provvolymer och fortsatt digitalisering utgöra centrala drivkrafter bakom den estimerade marknadstillväxten.

Den globala marknaden för vävnadsdiagnostik[1]



Kundfördelning (%) av vävnadsdiagnostikmarknaden



Europa utgör **~26 %** av den globala marknaden (~2,8 mdUSD 2030E)

Adresserbar marknad inom forskning & läkemedelsutveckling: **~1,2 mdUSD 2030E**

Etablerade metoder för vävnadsanalys

Vävnadsanalys utgör en central del av forskning, läkemedelsutveckling och diagnostik. Marknaden präglas av flera etablerade tekniker, där metodvalet styrs av krav på kvantifiering, känslighet, genomströmning och integration i befintliga histopatologiska arbetsflöden. I praktiken används ofta flera metoder parallellt, vilket skapar ett fragmenterat men funktionsdrivet ekosystem.

Brightfield-mikroskopi är standard inom klinisk diagnostik och väl integrerad i rutinflöden. Metoden baseras i huvudsak på visuell bedömning av färgintensitet och är därmed i stor utsträckning semikvantitativ. Låga eller gradvisa förändringar i biomarköruttryck kan vara svåra att mäta objektivt och reproducerbart. Därtill överlagras vävnadsstruktur och biomarkörsignal i samma bild, vilket kan försvåra separation av morfologisk och molekylär information.

Immunofluorescens möjliggör multipel biomarköranalys och används främst inom forskning och preklinisk utveckling. Tekniken är dock förknippad med utmaningar såsom autofluorescens från vävnaden, överlapp mellan signaler samt fotoblekning, vilket kan påverka signalens stabilitet och det dynamiska omfånget. Detta kan i vissa tillämpningar begränsa möjligheten till robust och långsiktigt reproducerbar kvantifiering.

[1]Tissue Diagnostics Market Global Forecast to 2030 (Markets and Markets, Feb 2026)

Masspektrometri, inklusive bildbaserad MSI, erbjuder hög molekylär precision men kräver komplex och kapitalkrävande infrastruktur. Traditionell masspektrometri saknar dessutom spatial information, medan MSI tillför rumslig upplösning till priset av ökad komplexitet och i vissa fall begränsad skalbarhet. Användningen är därför huvudsakligen koncentrerad till specialiserade forskningsmiljöer.

Mot denna bakgrund positioneras SCIZYS som ett komplement till etablerade metoder. Genom användning av uppkonverterande nanopartiklar reduceras bakgrundssignalen från vävnaden och en mer stabil signal möjliggörs, vilket ger förutsättningar för kvantitativ analys utan att förlora information om biomarkörens lokalisering i vävnaden. Enligt Bolaget är signalstabiliteten även central för Scan-as-a-Service-modellen, då prover kan analyseras externt utan att signalen försämras över tid.

Konkurrenslandskap

Konkurrenslandskapet inom vävnadsanalys kännetecknas av ett fragmenterat ekosystem, där konkurrensen i hög grad är metoddriven snarare än bolagsdriven. Flera aktörer adresserar olika delar av värdekedjan, såsom reagenser, instrument, skannrar, bildanalys och integrerade IHC-system, och lösningarna kombineras ofta beroende på applikation, kravbild och utvecklingsfas. Relativt få aktörer erbjuder dock lösningar som förenar analytisk känslighet, kvantifierbarhet och kompatibilitet med etablerade arbetsflöden inom digital patologi.

Lumito positioneras som en teknologisk möjliggörare snarare än en fullskalig systemleverantör. SCIZYS verkar primärt i stegen från inmärkning till skanning och kvantitativ analys och är utformad för att komplettera befintliga metoder genom att adressera identifierade begränsningar. Genom UCNP-baserad avbildning syftar teknologin till att förbättra signal–brus-förhållandet och möjliggöra kvantifierbar biomarkördetektion även vid låga uttrycksnivåer, samtidigt som vävnadens struktur kan analyseras parallellt. SCIZYS är utvecklad för att kunna integreras i etablerade arbetsflöden hos CRO-bolag, forskare och läkemedelsutvecklare utan omfattande förändringar av infrastruktur eller processer. Mot denna bakgrund utgör användare som i dag förlitar sig på brightfield-baserade metoder i kombination med manuell eller AI-baserad analys en relevant målgrupp, i ljuset av ökade krav på mer objektiva och reproducerbara biomarkördata.

Sammantaget innebär marknadsstrukturen att kommersiell framgång i hög grad drivs av kompatibilitet, datakvalitet och evidensbaserad adoption snarare än ett ”winner-takes-all”-scenario. I detta sammanhang kan SCIZYS ses som ett kompletterande teknologiskt steg med potential att successivt ta en mer central roll i värdekedjan i takt med ökad användning och vetenskaplig validering. Nedan illustreras ett urval av aktörer inom värdekedjan för digital patologi.

	Scanners	Bildanalys	Reagens	IHC-system
Större integratörer	VENTANA	Agilent Technologies		Leica MICROSYSTEMS
Specialister	HAMAMATSU PHOTON IS OUR BUSINESS	ContextVision	abcam	LUMITO
	3DHISTECH	VISIOPHARM	Cell Signaling TECHNOLOGY	Miltenyi Biotec
	ZEISS	Paige	ThermoFisher SCIENTIFIC	AKOYA BIOSCIENCES
	OLYMPUS	indica labs	ATLAS ANTIBODIES	10X GENOMICS
	OptraSCAN On-Demand Digital Pathology	aiforia AI for image analysis	MERCK	Lunaphore technologies
	HURON TECHNOLOGIES	PathAI	BIOCARE MEDICAL	3DHISTECH
	+30 skanners	+30 andra	+30 andra	

Finansiell Prognos

Finansiell historik

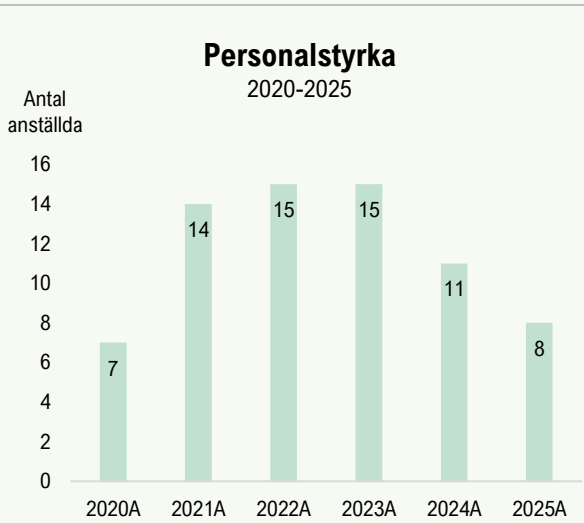
Perioden 2020–2024 har präglats av en tydlig utvecklingsfas, under vilken huvuddelen av Bolagets resurser har allokerats till investeringar i SCIZYS-plattformen. Sedan år 2020 har Bolaget investerat totalt 64 MSEK i plattformen, vilka har aktiverats som immateriella tillgångar i balansräkningen. I samband med att SCIZYS färdigställdes under mitten av år 2024 avtog investeringstakten markant, varpå Bolaget från och med Q3-24 inledde avskrivningar av den aktiverade tillgången.

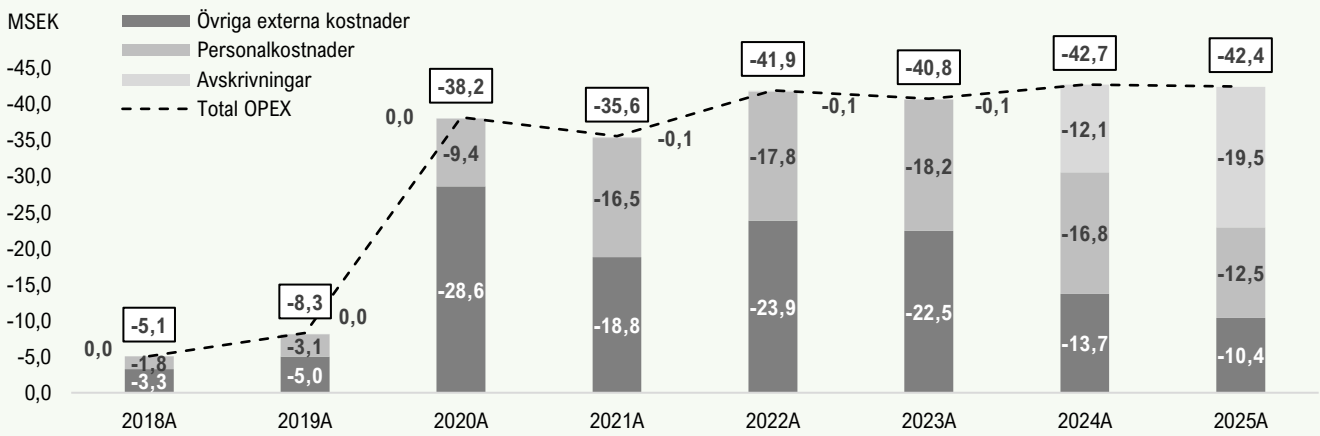
Efter den utvecklingsintensiva perioden har fokus skiftat mot kommersialisering. Denna övergång, från ett R&D-dominerat bolag till ett kommersiellt bolag med en färdigutvecklad plattform, avspeglas även tydligt i kostnadsstrukturen. Under perioden 2020–2023 utgjorde övriga externa kostnader den dominerande kostnadsposten och uppgick till mellan 19-29 MSEK per år, huvudsakligen relaterat till utvecklingsarbete. I takt med att utvecklingsfasen avslutats har denna kostnadspost reducerats, och under år 2025 uppgick den till 10,4 MSEK, där bl.a. omförhandlade avtal och ett genomfört lokalbyte bidragit positivt till den reducerade kostnadsnivån. Antalet anställda har under perioden varierat mellan 7–15 personer, där den högre nivån sammanföll med den mest intensiva utvecklingsfasen. Sedan år 2023 har organisationen skalats ned till åtta anställda år 2025, samtidigt som Bolaget vid behov anlitar externa konsulter för specifika kompetensbehov. Personalkostnaderna har minskat från som högst ca 18 MSEK till ca 12,5 MSEK år 2025.

Sammantaget är den mest kapital- och resurskrävande utvecklingsfasen genomförd, och Bolaget har anpassat kostnadsbasen mot en mer kommersiellt orienterad verksamhet. Utöver minskad bemanning har effektiviseringsåtgärder, såsom lokalbyte och ett mer selektivt nyttjande av externa resurser, bidragit till en lägre kostnadsnivå. Detta återspeglas i en kostnadsbas (exkl. D&A) som reducerats från ca 42 MSEK år 2022 till ca 23 MSEK år 2025.

Analyst Group anser att Bolaget nu är bättre positionerat för att skala upp intäktsbasen. På LTM-basis (Q3-26) uppgår omsättningen till 116 tSEK, hänförligt till flera mindre ordrar från forskningskunder, däribland de första CRO-baserade intäkterna via Truly Labs och den första ordern utanför Norden (38 tSEK). Även om ordervärdena är begränsade bekräftar de att den partnerdrivna affärsmodellen fungerar end-to-end och stärker förutsättningarna för en gradvis kommersiell uppskalning.







Finansiell Prognos

Omsättningsprognos

Bolaget erhöll CE-märkning under år 2024 för Research Use Only (RUO) och SCIZYS är därmed kommersiellt tillgängligt inom EU. Analyst Group estimerar att den initiala intäktsgenereringen kommer härröra från segmentet forskning och läkemedelsutveckling, vilket förväntas utgöra en strategisk språngbräda inför en framtida etablering inom klinisk diagnostik. Genom att initialt adressera forskningsmarknaden möjliggörs teknisk validering i operativ miljö, vilket underlättar definitionen av plattformens *intended purpose* och därmed den regulatoriska klassificering som styr kraven på dokumentation och klinisk evidens. Analyst Group estimerar ett kliniskt marknadsinträde från år 2029.

Affärsmodellen förväntas variera mellan segmenten, där vi inom RUO-segmentet modellerar Scan-as-a-Service med återkommande intäkter från reagenskit och skanningtjänster. Inom klinisk diagnostik antas istället en mer traditionell struktur med försäljning av hårdvara kompletterad av löpande intäkter från reagenskit. Prognosen är således segmenterad efter kommersialiseringsgrad, där forskning förväntas utgöra primär drivare under åren 2026–2030, följt av ett successivt kliniskt bidrag från och med år 2029.

Oberoende av upplägg utgör den återkommande försäljningen av reagenskit innehållande uppkonverterande nanopartiklar kärnan i affärsmodellen. Då reagenskiten är en förbrukningsvara skapar dessa en skalbar, volymdriven intäktsbas som växer i takt med kundernas analysaktivitet, vilket understryker vikten av en växande och återkommande kundbas för långsiktig tillväxt.

Omsättningsprognos: Forskning och läkemedelsutveckling (RUO)

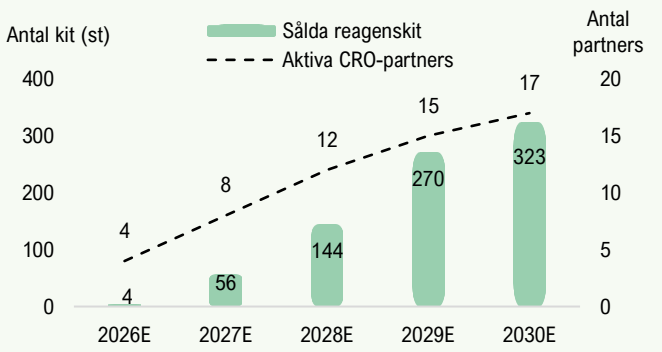
Scan-as-a-Service estimeras utgöra den primära intäktsmodellen inom RUO

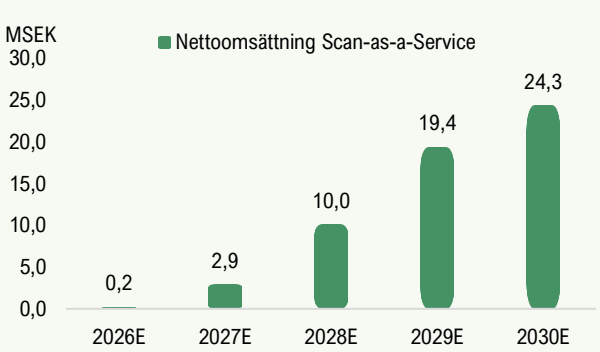
Lumitos initiala intäktsflöden förväntas genereras genom Scan-as-a-Service, en användningsbaserad modell riktad mot forskning och läkemedelsutveckling. Genom kommersiella partnerskap med CRO-bolag, som integrerar SCIZYS i sitt tjänsteerbjudande når Bolaget ett brett spektrum av slutkunder utan att behöva bygga en egen säljorganisation. Affärsmodellen möjliggör återkommande intäkter genom försäljning av reagenskit och skanningtjänster, och bedöms särskilt lämpad för detta segment, då låg initial investeringsbarriär är en viktig förutsättning för snabbare adoption. Concept Life Sciences, en av Lumitos CRO-partners, illustrerar modellens potentiella räckvidd, med över 1 500 levererade projekt till mer än 350 kunder under de senaste 30 åren.

Vår prognos bygger på ett successivt växande partnernätverk, där Bolaget estimeras addera 1–4 nya CRO:er per år, motsvarande 17 aktiva partners år 2030. Det genomsnittliga antalet reagenskit per CRO estimeras initialt till 5-10 per år, med gradvis ökning i takt med att teknologin integreras djupare i respektive partners erbjudande. Priset per reagenskit antas uppgå till ca 20 tSEK och tillgodose ca 40 slides, vilka förväntas skannas till en enhetskostnad om ca 1,5 tSEK per slide. För aktörer med högre analysvolymer finns möjlighet att köpa eller leasa en skanner för användning on-site, men vår prognos för detta segment utgår från att intäktsmodellen domineras av Scan-as-a-Service.

Baserat på ovanstående antaganden estimeras antalet sålda reagenskit gradvis öka, från ca 4 stycken år 2026 till ca 320 stycken år 2030, vilket motsvarar en estimerad omsättningsökning från ca 0,2 MSEK till ca 24 MSEK under samma period. Figuren nedan illustrerar hur tillväxten inom Scan-as-a-Service drivs av ett successivt växande antal CRO-partners i kombination med ökande förbrukning per CRO-partner.

Forskning och läkemedelsutveckling (RUO)





Källa: Analyst Groups prognoser

Finansiell Prognos

Omsättningsprognos: Klinisk diagnostik

Vi estimerar att Lumitos inträde på den kliniska marknaden sker år 2029 och utgår i prognosen från den europeiska marknaden (EU). Avgränsningen inom EU speglar Bolagets nuvarande geografiska närvaro inom RUO samt dess finansiella ställning, där vi bedömer att EU utgör den snabbaste och mest kapitaleffektiva vägen till klinisk etablering. Samtidigt utgör framtida expansion till andra geografier, såsom USA, en potentiell option i värderingen, men vi bedömer det som mindre sannolikt att Bolaget driver parallella regulatoriska processer i flera regioner i ett initialt skede.

Analyst Group estimerar expansion till klinisk diagnostik inom EU år 2029

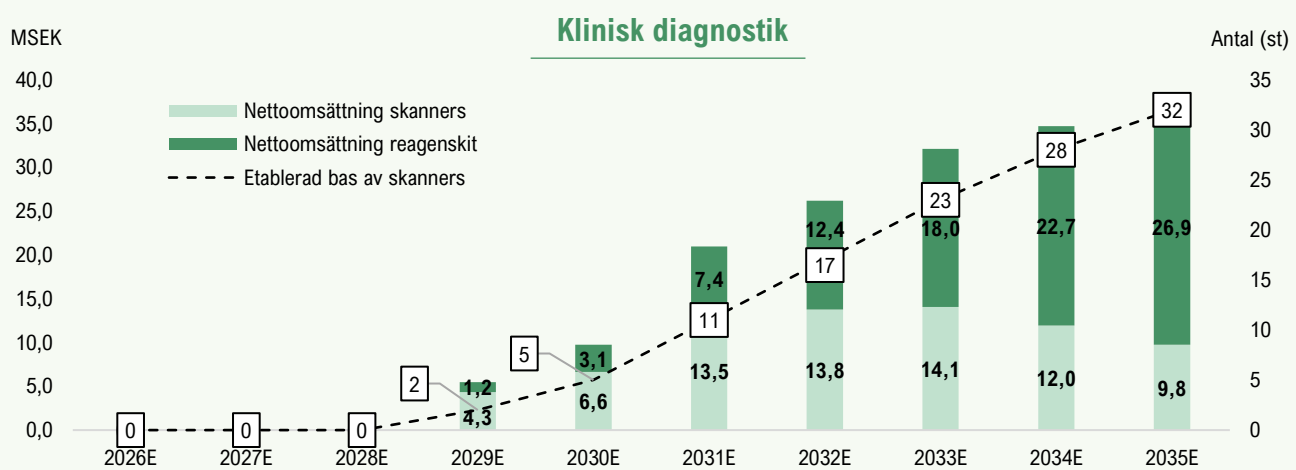
För att nå klinisk marknad år 2029 krävs dock ett antal regulatoriska och operativa milstolpar. Det mest centrala är att etablera ett partnerskap och definiera produktens *intended purpose*, det vill säga den avsedda medicinska användningen i klinisk kontext. Denna formulering är avgörande för produktens regulatoriska klassificering enligt IVDR, vilket reglerar medicintekniska produkter för in vitro-diagnostik inom EU, och därmed för kraven på teknisk dokumentation, riskhantering och omfattningen av klinisk evidens.

Då *intended purpose* ännu inte är fastställt finns ett brett spektrum av möjliga kliniska tillämpningar, vilket i nuläget skapar osäkerhet i intäktsmodelleringen. Samtidigt bedöms SCIZYS tekniska egenskaper, med potential att förbättra visualisering, effektivitet och diagnostisk träffsäkerhet, vara relevanta inom flera applikationer, vilket ger stöd för att modellera en klinisk etablering trots att den exakta indikationen ännu inte är definierad. Analyst Group estimerar att det regulatoriska förarbetet intensifieras under åren 2027–2028 och modellerar ett marknadsinträde år 2029. Under perioden förväntas Bolaget, tillsammans med en partner, genomföra prestandastudier i relevant klinisk miljö för att påvisa teknologins diagnostiska nytta gentemot etablerade standardmetoder, varefter dokumentationen granskas av ett anmält organ. Vid godkännande möjliggörs CE-märkning och marknadstillträde inom EU. Den initiala etableringen inom forskningssegmentet bedöms samtidigt skapa viktiga förutsättningar genom att generera användardata, validering och potentiella samarbeten.

Inom klinisk diagnostik estimerar Analyst Group att Bolaget, tillsammans med en partner, tillämpar en mer traditionell intäktsmodell, där initial försäljning av hårdvara (skanner) kombineras med återkommande intäkter från reagenskit. Slutkunden bedöms primärt utgöras av kliniker och diagnostiska laboratorier med intern analyskapacitet. Under de inledande lanseringsåren modelleras en försäljning om 2–6 skanners per år, baserat på ett konservativt antagande om en enhet per klinik.

Den installerade basen av SCIZYS-enheter förväntas därmed öka från ca 2 enheter år 2029 till ca 20 enheter år 2033. Priset per skanner antas uppgå till ca 2 MSEK, kompletterat av återkommande intäkter från förbrukningsmaterial, motsvarande en genomsnittlig användning om 24 reagenskit per kund och år till ett styckpris om ca 20 tSEK.

Sammantaget estimerar Analyst Group att intäkterna från klinisk diagnostik ökar från ca 5,5 MSEK år 2029 till ca 26 MSEK år 2032, för att därefter fortsätta växa i takt med en expanderande installerad bas och successivt ökad användningsgrad per kund.



Källa: Analyst Groups prognoser

70-80 %
estimerad bruttomarginal 2026-2030E

Kostnadsprognos: Bruttomarginal

Givet Bolagets tidiga kommersiella fas saknas historisk intäkts- och marginaldata att utgå ifrån. Prognoserna baseras därför på den förväntade framtida intäktsmixen och kostnadsstrukturen, modellerade i linje med medtech- och diagnostikbolag med *razor–razorblade*-liknande affärsmodeller, där återkommande försäljning av högmarginalprodukter utgör den primära lönsamhetsdrivaren.

På sikt bedöms intjäningen i huvudsak drivas av återkommande försäljning av reagenskit, vilka utgör förbrukningsvaror med begränsad rörlig kostnad per enhet och därmed en attraktiv marginalprofil. Analyst Group estimerar att denna del av intäktsbasen genererar en bruttomarginal inom intervallet 80–85 %. Under den inledande kommersialiseringsfasen förväntas dock bruttomarginalen hämmas något av Scan-as-a-Service-erbjudandet, där kostnader relaterade till intern kapacitet, logistik och hantering initialt utgör en större andel av intäkterna innan tillräcklig volym uppnåtts. Sammantaget antas detta resultera i en initial bruttomarginal om ca 70 %, vilken gradvis förväntas stärkas i takt med ökande volymer, förbättrad kapacitetsutnyttjandegrad och en successivt högre andel högmarginalintäkter från reagensförsäljningen. På längre sikt bedöms bruttomarginalen därmed kunna närma sig ca 80 % år 2030.

Kostnadsprognos: OPEX

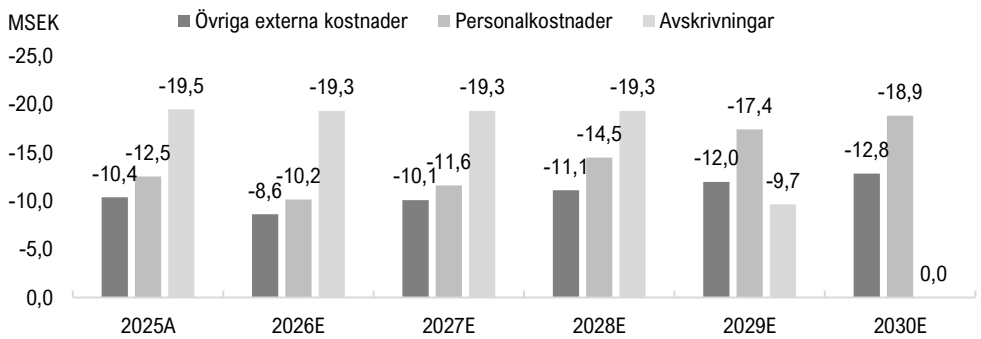
Bolagets kostnadsbas har skiftat från en utvecklingsdriven struktur till en mer kommersiellt orienterad organisation. Samtidigt utgör fasta personal- och overheadkostnader en relativt hög andel av kostnadsbasen, vilket innebär att ökade försäljningsvolymer förväntas få ett tydligt genomslag på resultatnivå och generera operationell hävstång.

I spåren av det kostnadsbesparingsprogram som initierades under år 2025, där Bolaget anpassat kostnadsbasen mot en mer kommersiellt orienterad verksamhet, bl.a. genom minskad bemanning, omförhandlade avtal och ett genomfört lokalbyte, förväntas kostnadsbasen förbli återhållsam under år 2026. Från och med år 2027 förväntas den öka, primärt kopplat till förstärkt försäljningskapacitet, utökad kundsupport samt ökad operativ kapacitet kopplad till Scan-as-a-Service-erbjudandet. Därutöver förväntas ökade kostnader kopplade till regulatoriska förberedelser inför klinisk diagnostik samt selektiva plattformsuppgraderingar och lansering av ytterligare reagenskit, där vi dock estimerar att huvuddelen av utvecklingskostnaderna belastar CAPEX. Den CRO-baserade go-to-market-strategin begränsar samtidigt behovet av en omfattande egen säljorganisation, vilket dämpar kostnadsbasens tillväxt i relation till omsättningen. Sammantaget estimeras antalet anställda öka från åtta personer år 2025 till ca 13 personer år 2030, motsvarande en ökning av personalkostnaderna från 12,5 MSEK till ca 19 MSEK. Övriga externa kostnader förväntas samtidigt öka från 10,4 MSEK till ca 13 MSEK under motsvarande period.

Avskrivningarna estimeras uppgå till ca 19 MSEK årligen under perioden 2026–2028 och därefter minska till ca 10 MSEK år 2029 i takt med att tidigare balanserade utvecklingskostnader skrivs av fullt ut.

Sammantaget estimerar Analyst Group att Bolaget når break-even år 2031. Därefter prognostiseras rörelsemarginalen successivt stärkas till ca 9 % år 2032 och på längre sikt stabiliseras kring ca 20-25 %.

Ökad kommersiell aktivitet förväntas återspeglas i rörelsekostnaderna, primärt från och med år 2027.
Estimerade rörelsekostnader (exkl. KSV och övriga rörelsekostnader), 2025A-2030E



Källa: Analyst Groups prognoser

Finansiell Prognos

Investeringsbehov

Mellan åren 2020–2024 investerade Lumito ca 64 MSEK i utvecklingen av SCIZYS-plattformen, varefter investeringstakten avtog markant från Q3-24 i samband med färdigställandet. Bolaget har därmed lämnat den mest kapitalkrävande utvecklingsfasen bakom sig, och framgent bedöms investeringsbehovet främst styras av strategiska vägval kopplade till eventuell klinisk inriktning. Då Lumito ännu inte kommunicerat vilket *intended use* som prioriteras inom klinisk diagnostik, utgår Analyst Group från att vald inriktning kan adresseras inom ramen för befintlig plattform utan behov av omfattande tekniska omarbetningar eller kapitalintensiva tilläggsinvesteringar. Parallellt planeras återupptagande av utveckling av reagenskit för multipel biomarkördetektion samt selektiva funktionsutökningar inom kvantifiering, användarstöd och AI-baserad analys. Sammantaget estimeras investeringsbehovet förbli relativt begränsat och väsentligt lägre än under den historiska utvecklingsfasen, med fokus på selektiva anpassningar snarare än strukturella plattformsförändringar. Analyst Group estimerar investeringar om 0,5–2 MSEK årligen under kommande år.

Kapitalbehov

Vid utgången av Q3-26 uppgick Bolagets kassa till ca 6,3 MSEK. Under kvartalet tillfördes Bolaget en nettolikvid om ca 9 MSEK från företrädesemissionen, efter att ca 4 MSEK allokerades till amortering av lånet från Fenja, som därefter uppgår till ca 2 MSEK och förfaller vid utgången av mars 2027. Med nuvarande kassa och en kapitalförbrukning om ca 1,3 MSEK per månad bedömer vi att Bolaget är finansierat in i Q1-27, vilket i kombination med lånets förfall gör kapitalbehovet än mer påtagligt.

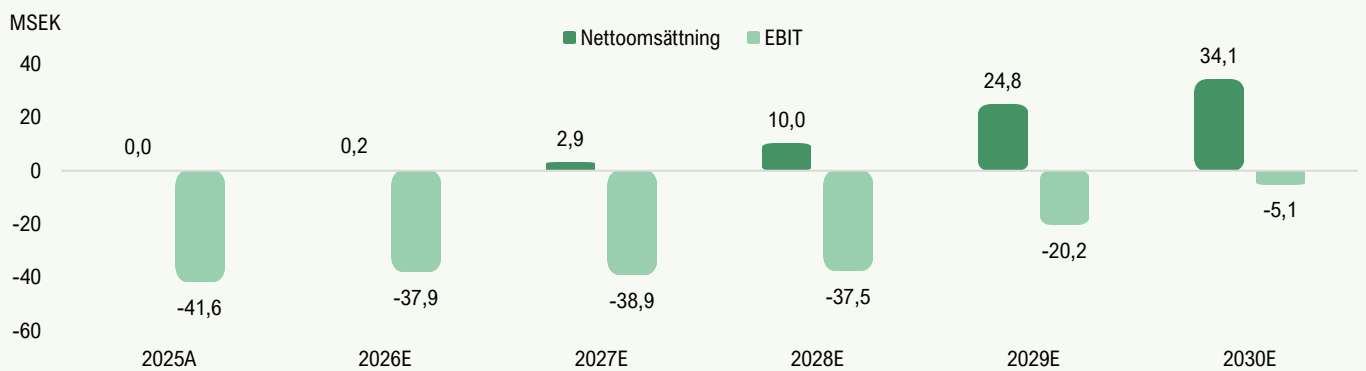
I samband med företrädesemissionen emitterades teckningsoptioner av serie TO10, med nyttjandeperiod i januari 2027, vilka maximalt kan tillföra ytterligare ca 15 MSEK före emissionskostnader. Med en fast teckningskurs om 2,07 kr, att jämföra med en aktuell aktiekurs om ca 0,80 kr (2026-11-03), är optionerna ej in-the-money, och ett väsentligt tillskott den vägen förutsätter en betydande kursuppgång. Analyst Group kan således inte utesluta att Lumito är i behov av ytterligare externt kapital innan dess, varför finansieringsfrågan utgör den enskilt mest väsentliga risken i aktien på kort sikt, och hur Bolaget avser att adressera kapitalbehovet blir centralt att bevaka framgent.

Sammanfattning av prognos

Analyst Group estimerar att Lumitos initiala tillväxt primärt drivs av RUO-segmentet genom Scan-as-a-Service-modellen, där en CRO-baserad go-to-market-strategi möjliggör uppskalning med begränsad ökning av fasta kostnader. Antalet aktiva CRO-partners estimeras öka från fyra i nuläget till ca 17 år 2030, vilket förväntas driva en ökning av sålda reagenskit från ca 4 st år 2026 till ca 320 st år 2030. Detta motsvarar en estimerad omsättningsökning från 0,2 MSEK år 2026 till ca 24 MSEK år 2030 inom RUO-segmentet.

Parallellt prognostiserar Analyst Group ett inträde inom klinisk diagnostik år 2029 via en mer traditionell affärsmodell med initiala intäkter från skannerförsäljning och efterföljande återkommande reagensintäkter. Vi estimerar att den installerade basen gradvis byggs upp till över 20 SCIZYS-system år 2033, vilket förväntas driva kliniska intäkter från ca 5,5 MSEK år 2029 till ca 32 MSEK år 2033.

På kostnadssidan antas OPEX öka i lägre takt än omsättningen, givet affärsmodellens skalbarhet och en estimerad bruttomarginal om 70–80 %. Detta förväntas möjliggöra en successiv realisering av den operationella hävstången, där Analyst Group estimerar break-even år 2031 och en gradvis expansion av EBIT-marginalen mot ca 20 % år 2035.



Källa: Analyst Groups prognoser

Värdering

Värdering: Lumito

Lumito befinner sig i en tidig kommersiell fas, vilket medför ett brett utfallsintervall avseende uppskalning och långsiktig lönsamhet. Värderingen baseras därför på Bolagets estimerade intjäningsförmåga efter genomförd kommersiell uppskalning, där återkommande reagensintäkter utgör den primära värdedrivaren. Mot denna bakgrund tillämpar Analyst Group primärt en DCF-baserad värderingsmetodik, kompletterad med relativvärdering mot utvalda jämförelsebolag.

Värdering: DCF-modell

Värderingen baseras på en explicit prognosperiod till och med år 2035, där tillväxt initialt estimeras härröra från RUO-segmentet och från år 2029 successivt kompletteras av klinisk diagnostik. I takt med att intäktsbasen breddas och andelen återkommande reagensintäkter antas öka förväntas marginalprofilen stärkas genom skalfördelar och högre kapacitetsutnyttjande.

Exitmultipel om EV/EBIT 12x 2036E (18 MSEK)

Efter prognosperiodens slut antas Lumito ha nått ett mer moget operativt läge med stabiliserad lönsamhet och balanserat investeringsbehov. Terminalvärdet beräknas genom applicering av en exitmultipel om 12x på det estimerade EBIT-resultatet om ca 18 MSEK år 2036, motsvarande en normaliserad EBIT-marginal om ca 25 %. Multipeln bedöms vara förenlig med värderingen av ett nischat medtech-bolag med skalbar affärsmodell och hög andel återkommande intäkter, med beaktande av kvarvarande osäkerheter kopplade till kommersiell exekvering, marknadsadoption och konkurrensdynamik.

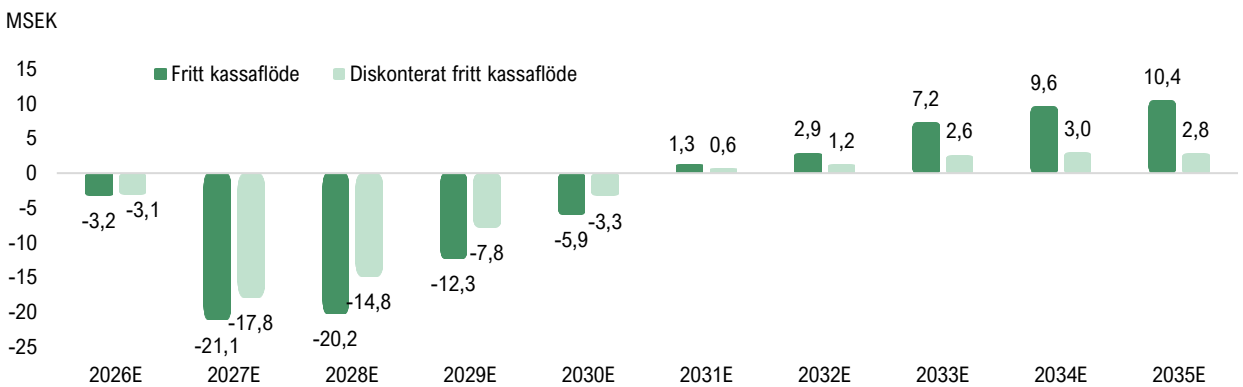
Patentskyddet för kärnteknologin löper ut år 2038, vilket begränsar den patentskyddade perioden efter exitåret. Analyst Group bedömer dock att Bolagets långsiktiga konkurrensposition vid denna tidpunkt inte enbart vilar på patentskyddet, utan även på regulatorisk etablering, validerade kundrelationer, ackumulerad data samt potentiella kompletterande tilläggspatent. Patentutgången antas därför inte medföra en omedelbar och betydande påverkan på lönsamheten, men utgör en faktor i den samlade riskbedömningen.

Samtliga prognostiserade fria kassaflöden, inklusive det beräknade terminalvärdet, diskonteras med en WACC om 15,3 %, vilket reflekterar ett avkastningskrav i linje med Lumitos riskprofil, präglad av ett tidigt kommersiellt skede, begränsad intäktshistorik samt en ansträngd finansiell position med ökad finansieringsrisk i närtid. Med ovanstående antaganden uppgår nuvärdet av de prognostiserade kassaflödena till ca 20,2 MSEK, motsvarande ett estimerat Enterprise Value (EV).

2,10 kr per aktie Base scenario

Med hänsyn till kapitalstrukturen uppgår det motiverade marknadsvärdet enligt vår DCF-modell till ca 24,5 MSEK, motsvarande ett motiverat nuvärde om 2,10 kr per aktie i ett Base scenario.

Givet Bolagets tidiga kommersiella fas estimeras merparten av de fria kassaflödena genereras längre fram i prognosperioden.
Estimerat fritt kassaflöde och diskonterat fritt kassaflöde, 2026-2035E



Källa: Analyst Groups prognoser

Värdering

Känslighetsanalys

DCF-värderingen är särskilt känslig för antagen WACC, långsiktig lönsamhet samt exitmultipel i terminalperioden, vilket är särskilt relevant för Lumito då en betydande andel av värderingen härrör från kassaflöden som Analyst Group estimerar realiseras från och med år 2031. Förändringar i dessa parametrar får därmed ett tydligt genomslag på det implicita värdet per aktie, vilket illustreras i känslighetsanalysen nedan.

Exitmultipel (2036E)

WACC	10x	11x	12x	13x	14x
13,3%	1,95	2,44	2,94	3,44	3,93
14,3%	1,58	2,04	2,50	2,96	3,42
15,3%	1,26	1,68	**2,10**	2,53	2,95
16,3%	0,96	1,35	1,74	2,14	2,53
17,3%	0,69	1,06	1,42	1,78	2,14

EBIT-marginal (2036E)

WACC	21,0%	23,0%	**25,0%**	27,0%	29,0%
13,3%	2,02	2,48	2,94	3,40	3,85
14,3%	1,66	2,08	2,50	2,92	3,35
15,3%	1,33	1,72	**2,10**	2,49	2,88
16,3%	1,02	1,38	1,74	2,10	2,46
17,3%	0,75	1,08	1,42	1,75	2,08

Värdering: Relativvärdering

För att sätta DCF-värderingen i ett bredare sammanhang kompletteras analysen med en relativvärdering, där Lumito jämförs med ett urval av noterade bolag verksamma inom diagnostik, digital patologi och angränsande life science-segment. Även om jämförelsebolagen skiljer sig från Lumito avseende teknologi, applikationsfokus och kommersiell mognadsgrad, delar de flera relevanta strukturella egenskaper, såsom plattformsbaserade affärsmodeller med inslag av återkommande intäkter samt exponering mot strukturellt växande slutmarknader.

Givet Lumitos tidiga kommersiella skede och begränsade intäktsbas bedöms försäljnings- och resultatbaserade multiplar på kort sikt ha ett begränsat tolkningsvärde. Den relativa värderingen syftar därmed främst till att komplettera DCF-analysen genom att ge ytterligare kontext kring hur marknaden typiskt värderar bolag med liknande affärslogik i mer mogna kommersiella faser.

	MCAP	Enterprise Value	Nettoomsättning (MSEK)				EV/Sales				Omsättning CAGR	Bruttomarginal			
Bolag	(MSEK)	(MSEK)	LTM	2026E	2027E	2028E	LTM	2026E	2027E	2028E	2025A-2028E	LTM	2026E	2027E	2028E
SenzaGen	164	138	58	94	136	184	2,4x	1,5x	1,0x	0,7x	39,1%	65,1%	73,0%	75,0%	75,0%
Biovica	109	26	11	13	25	45	2,4x	1,9x	1,0x	0,6x	73,0%	101,0%	88,0%	88,0%	91,0%
Q-linea	434	182	11	77	180	309	16,4x	2,4x	1,0x	0,6x	203,1%	N/A	65,0%	68,0%	N/A
Aiforia Technologies	644	618	39	28	45	68	16,0x	22,1x	13,8x	9,1x	20,7%	-144,5%	76,0%	77,0%	78,0%
SciBase	371	349	40	61	98	145	8,6x	5,7x	3,6x	2,4x	52,9%	0,0%	58,0%	71,0%	71,0%
Median	**371**	**182**	**39**	**61**	**98**	**145**	**8,6x**	**2,4x**	**1,0x**	**0,7x**	**52,9%**	**32,6%**	**73,0%**	**75,0%**	**76,5%**
Mean	**345**	**262**	**32**	**55**	**97**	**150**	**9,1x**	**6,7x**	**4,1x**	**2,7x**	**77,8%**	**5,4%**	**72,0%**	**75,8%**	**78,8%**
Lumito	**9,3**	**5,0**	**0,1**	**0,2**	**2,9**	**10,0**	**43,4x**	**24,9x**	**1,7x**	**0,5x**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**72,0%**	**74,0%**

Peer-gruppen består av nordiska, teknikdrivna diagnostik- och medicinteknikbolag i tidig till medeltidig kommersiell fas, samtliga med skalbara affärsmodeller där återkommande intäkter från förbrukningsvaror, mjukvara eller relaterade tjänster utgör kärnan. Samtliga peers har kommit längre än Lumito i den kommersiella utvecklingen, vilket återspeglas i en medianomsättning om ca 39 MSEK LTM. Samtliga bolag har produkter godkända för användning inom forskningssegmentet, i likhet med Lumito, medan majoriteten (Q-linea, Biovica och SciBase) även har godkända produkter för klinisk diagnostik, något som även reflekteras i den starka estimerade tillväxten. En gemensam nämnare för hela gruppen är att bolagen befinner sig i en tydlig expansionsfas, där medianbolaget förväntas uppvisa en omsättningstillväxt (CAGR) om 53 % under perioden 2025A–2028E. Bruttomarginalerna estimeras ligga inom spannet 60–90 % för samtliga peers, vilket understryker skalbarheten i affärsmodellerna. Noterbart är även att samtliga bolag, med undantag för SenzaGen och Q-linea, förväntas uppvisa negativa rörelseresultat fram till 2028E, vilket återspeglar bolagens fokus på tillväxt, volymuppbyggnad och marknadspenetration snarare än kortsiktig lönsamhet.

Värdering

Värdering: Relativvärdering (forts.)

Sammantaget anser Analyst Group att Lumitos begränsade storlek i termer av börsvärde samt avsaknad av nämnvärd historisk försäljning motiverar en viss värderingsrabatt relativt peer-gruppen. Samtidigt bedöms Bolaget uppvisa en stark tillväxtprofil och en bruttomarginal i linje med jämförbara bolag, vilket delvis motverkar denna rabatt.

DCF-värdering motsvarar implicit EV/S 2,0x 2028E

Den härledda värderingen enligt DCF-modellen implicerar en EV/S-multipel om 100x för 2026E, följt av 6,9x respektive 2,0x för 2027E och 2028E. Detta speglar en förväntad accelerering inom RUO-segmentet via Scan-as-a-Service. Medianbolaget i peer-gruppen värderas samtidigt till EV/S om 2,4x, 1,0x respektive 0,7x för motsvarande år.

Trots kvarstående osäkerhet kring det kommersiella genomslaget bedömer Analyst Group att ingångna CRO-samarbeten, teknisk validering och en skalbar affärsmodell motiverar den härledda värderingen, särskilt då en potentiell expansion inom klinisk diagnostik från år 2029 inte återspeglas i dessa multiplar. Givet den starka estimerade tillväxten förväntas Lumito snabbt växa in i värderingen, varpå värderingsgapet i relation till peers bedöms minska över tid.

Värdering: Sammanfattning

Sammanfattningsvis baseras värderingen primärt på en DCF-modell, med stöd av relativvärdering mot ett urval nordiska diagnostik- och medtech-bolag. Prognosperioden sträcker sig till och med år 2035 och bygger på en successiv uppskalning av intäkterna, där etableringen av återkommande intäkter inom RUO-segmentet initialt förväntas driva tillväxten, följt av ett inträde i klinisk diagnostik från år 2029 enligt Analyst Groups antaganden.

Efter prognosperiodens slut beräknas terminalvärdet genom applicering av en exitmultipel om EV/EBIT 12x på det estimerade EBIT-resultatet om ca 18 MSEK år 2036, motsvarande en normaliserad EBIT-marginal om ca 25 %. Då merparten av de fria kassaflödena estimeras genereras från och med år 2031, och en betydande del av det motiverade nuvärdet härrör från terminalvärdet, får förändringar i antagen WACC, exitmultipel och långsiktig EBIT-marginal ett tydligt genomslag på det implicita värdet per aktie.

Baserat på prognostiserade fria kassaflöden under perioden 2026–2035, inklusive terminalvärdet, och diskonterat med en WACC om 15,3 %, vilken reflekterar en uppjusterad riskpremie kopplad till Bolagets ansträngda finansiella position, uppgår det motiverade Enterprise Value (EV) till ca 20,2 MSEK.

2,10 kr per aktie Base scenario

Efter justering för nettokassan om 4,3 MSEK uppgår det härledda marknadsvärdet (Equity Value) till ca 24,5 MSEK, motsvarande ett motiverat nuvärde om 2,10 kr per aktie i ett Base scenario.

Bull & Bear

Bull scenario

Nettoomsättning 2028E

18,2 MSEK

Applicerad EV/S-multipel

3,5x

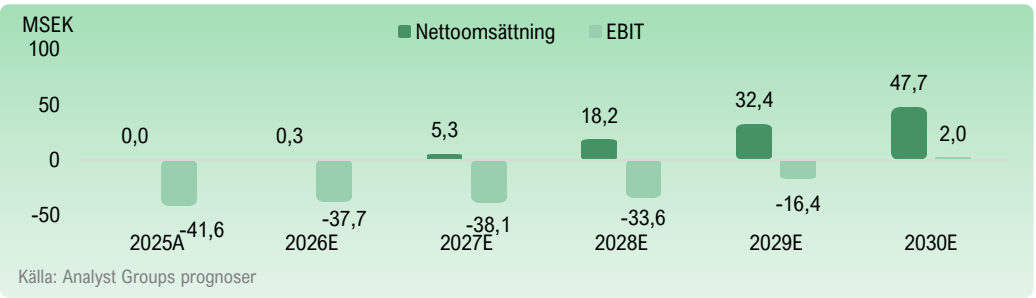
Motiverat värde per aktie

4,36 kr

Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Lumito uppnå en snabbare kommersiell penetration inom RUO-segmentet än i Base scenariot, drivet av kortare införsäljningscykler, fler aktiva CRO-partners och högre användningsgrad per partner. Detta förväntas resultera i en tydligt accelererad tillväxt i reagensvolymer samt tidigare marginalexpansion genom starkare operationell hävstång. Scan-as-a-Service-modellen bedöms i detta scenario få ett snabbare genomslag, vilket stärker den vetenskapliga synligheten och etableringen i utvalda applikationsområden. Vidare estimerar Analyst Group att Bolaget avancerar snabbare mot klinisk diagnostik, där ett fastställt *intended purpose* under år 2027, med begränsat inkrementellt investeringsbehov, förväntas möjliggöra marknadsintroduktion under 2028 samt en snabbare initial installationstakt.

I ett Bull scenario appliceras en målmultipel om EV/S 3,5x på den estimerade omsättningen om 18,2 MSEK år 2028. Multipeln speglar en högre förväntad tillväxttakt, förbättrad skalbarhet och reducerad genomföranderisk relativt Base scenariot, där den kliniska diagnostiken utgör ett tillväxtben som ännu inte fullt ut återspeglas i 2028 års omsättning. Givet en WACC om 15,3 % och med beaktande av kapitalstrukturen, härleds ett motiverat värde om 4,36 kr per aktie.



Källa: Analyst Groups prognoser

Bear scenario

Nettoomsättning 2028E

4,8 MSEK

Applicerad EV/S-multipel

1,0x

Motiverat värde per aktie

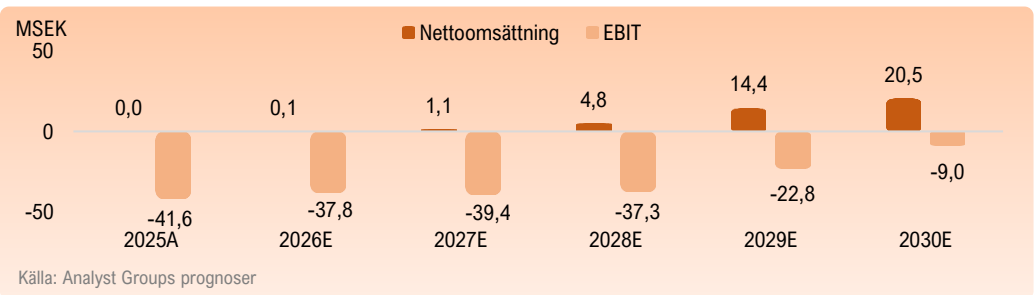
0,67 kr

Bear scenario

I ett Bear scenario estimeras den kommersiella upprampningen inom RUO-segmentet utvecklas väsentligt långsammare än i ett Base scenario, vilket förklaras av begränsad expansion i CRO-nätverket, lägre användningsgrad per partner samt utdragna införsäljningscykler hos slutkunder. Givet Bolagets beroende av CRO-partners som indirekta distributionskanaler och avsaknad av egen säljorganisation begränsas den kommersiella kontrollen, vilket hämmar volymtillväxten och fördröjer etableringen av återkommande reagensintäkter. Expansionen mot klinisk diagnostik estimeras samtidigt försenas till följd av regulatorisk komplexitet och större anpassningsbehov kopplat till valt *intended purpose*. I kombination med en relativt fast kostnadsbas skjuts break-even flera år framåt.

Mot denna bakgrund estimeras intäktsutvecklingen understiga Bolagets långsiktiga potential, vilket i kombination med den ansträngda finansiella positionen förstärker finansieringsrisken. I ett Bear scenario estimeras därtill att tillskottet via TO10 i januari 2027 uteblir, givet att teckningskursen om 2,07 kr väsentligt överstiger aktuell aktiekurs, samtidigt som Fenja-lånet om 2 MSEK förfaller i mars 2027. Analyst Group bedömer därmed att ytterligare kapitalanskaffning blir nödvändig, sannolikt till mindre fördelaktiga villkor och med högre utspädning som följd, vilket sammantaget förstärker det kortsiktiga finansieringsbehovet och motiverar en högre riskpremie.

I ett Bear scenario estimeras omsättningen uppgå till ca 4,8 MSEK år 2028. En mer konservativ målmultipel om EV/S 1,0x appliceras, reflekterande lägre tillväxt, svagare skalbarhet och en förhöjd finansiell riskprofil. Givet en WACC om 15,3 % och med beaktande av kapitalstrukturen, härleds ett motiverat värde om 0,67 kr per aktie i ett Bear scenario.



Källa: Analyst Groups prognoser

Ledning & Styrelse



Sanna Wallenborg, VD

Sanna Wallenborg är VD i Lumito sedan år 2024. Hon har en PhD i analytisk kemi från Uppsala universitet och lång internationell erfarenhet inom life science, medicinteknik och diagnostikprodukter (IVD). Wallenborg har innehaft ledande befattningar i både globala bolag och tillväxtorienterade verksamheter, senast inom Radiometer Immunoassay Business Unit, där hon hade övergripande ansvar för Clinical och Medical Affairs. Hennes bakgrund omfattar såväl kommersiell som klinisk och regulatorisk kompetens, med särskild relevans för utveckling och kommersialisering av avancerade diagnostiska lösningar.

Innehav: 5 005 aktier.



Fata Mrsic, CFO

Fata Mrsic är Chief Financial Officer i Lumito sedan år 2025. Hon har en examen i Business Controlling från Lunds universitet och över 20 års erfarenhet inom ekonomi, redovisning och business controlling. Mrsic har haft nyckelroller i såväl börsnoterade bolag som snabbväxande tillväxtföretag, där hon bidragit till finansiell strategi, styrning och operativt genomförande. Hennes erfarenhet omfattar såväl strategisk finansiell planering som löpande ekonomistyrning i tillväxt- och förändringsmiljöer.

Innehav: -



Maria Falck, Chief Business Officer (CBO)

Maria Falck är Chief Business Officer i Lumito sedan år 2025. Hon har en PhD med fokus på biomarkörer inom preklinisk onkologi från The Institute of Cancer Research/University of London. Falck har bred erfarenhet inom life science, biomarköravbildning och affärsutveckling, med bakgrund från såväl etablerade aktörer som tillväxtbolag inom sektorn. Hon har verkat i både forskningsnära och kommersiella roller, bl.a. inom CRO-verksamhet, samt haft ansvar för teknologitransfer, produktlanseringar och marknadsutveckling.

Innehav: -



Andreas Johansson, Chief Technology Officer (CTO)

Andreas Johansson är Chief Technology Officer i Lumito sedan år 2020. Han är civilingenjör i elektroteknik från Lunds universitet och har över 25 års erfarenhet av produktutveckling och systemdesign inom både hårdvara och mjukvara. Johansson har en bred teknisk bakgrund med tidigare erfarenhet av bl.a. algoritmutveckling för handskriftstolkning, konsultverksamhet inom inbyggda system samt rollen som systemingenjör på Flatfrog AB. Hans kompetens omfattar utveckling av avancerade tekniska plattformar med höga krav på precision, tillförlitlighet och skalbarhet.

Innehav: 1 012 aktier.

Ledning & Styrelse



Kerstin Jakobsson, Styrelseordförande

Kerstin Jakobsson är styrelseordförande i Lumito sedan år 2024. Hon är civilingenjör i kemi från Lunds universitet och har genomgått styrelseutbildningar vid EFL och Styrelseakademien. Jakobsson har gedigen erfarenhet av styrelsearbete samt ledande befattningar inom internationell affärsutveckling, marknad och försäljning inom life science, med särskilt fokus på medicinteknik och diagnostik. Hon har tidigare varit VD för Kongsberg Beam Technology AS, Ortoma AB och Medicon Village Innovation AB. Jakobsson är oberoende i förhållande till Bolaget, bolagsledningen och Bolagets större aktieägare.

Innehav: 23 955 aktier privat och via närstående.



Stefan Andersson Engels, Styrelseledamot

Stefan Andersson Engels är styrelseledamot i Lumito sedan år 2011. Han är professor i fysik och var verksam vid Lunds universitet fram till 2016. Sedan 2016 är han föreståndare för forskningsområdet Biophotonics vid Tyndall National Institute i Irland, där han ansvarar för ca 40 forskare. Andersson Engels har en gedigen akademisk bakgrund inom medicinsk och biomedicinsk fysik och är medförfattare till över 200 artiklar i fackgranskade vetenskapliga tidskrifter. Han har även mottagit Erna Ebelings pris från Svensk Förening för Medicinsk Teknik och Fysik samt varit förhandskandidat vid utnämningen av professuren i biomedicinsk fysik vid Kungliga Tekniska Högskolan. Andersson Engels är oberoende i förhållande till Bolaget och bolagsledningen, men beroende i förhållande till Bolagets större aktieägare.

Innehav: 23 520 aktier privat och via närstående.



Marcus Åström, Styrelseledamot

Marcus Åström är styrelseledamot i Lumito sedan år 2024. Han har en civilekonomexamen från Umeå universitet och över 20 års erfarenhet från finansbranschen, med fokus på institutionell distribution och affärsutveckling i ett internationellt sammanhang. Åström har innehaft ledande positioner inom kapitalförvaltning, däribland vid East Capital, med ansvar för affärsrelationer gentemot ledande institutionella investerare på flera marknader, inklusive Norden och Mellanöstern. Genom sitt bolag Riverstream Partners bistår han idag företag med strategisk rådgivning, partnerskap och tillväxtrelaterade initiativ. Åström är oberoende i förhållande till Bolaget, bolagsledningen och Bolagets större aktieägare.

Innehav: 33 680 aktier.

Appendix

Base scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**0,0**	**0,2**	**2,9**	**10,0**	**24,8**	**34,1**
Aktiverat arbete för egen räkning	8,7	14,3	13,9	4,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**9,2**	**14,6**	**14,2**	**4,4**	**0,9**	**0,2**	**2,9**	**10,0**	**24,8**	**34,1**
Handelsvaror	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-2,6	-6,0	-7,5
Bruttoresultat	**9,2**	**14,6**	**14,2**	**4,4**	**0,9**	**0,2**	**2,1**	**7,4**	**18,9**	**26,6**
Bruttomarginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	72,0%	74,0%	76,0%	78,0%
Övriga externa kostnader	-18,8	-23,9	-22,5	-13,7	-10,4	-8,6	-10,1	-11,1	-12,0	-12,8
Personalkostnader	-16,5	-17,8	-18,2	-16,8	-12,5	-10,2	-11,6	-14,5	-17,4	-18,9
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**-26,3**	**-27,2**	**-26,4**	**-26,2**	**-22,1**	**-18,6**	**-19,6**	**-18,2**	**-10,5**	**-5,1**
EBITDA-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-669,8%	-180,8%	-42,3%	-14,9%
Avskrivningar	-0,1	-0,1	-0,1	-12,1	-19,5	-19,3	-19,3	-19,3	-9,7	0,0
EBIT	**-26,4**	**-27,3**	**-26,5**	**-38,3**	**-41,6**	**-37,9**	**-38,9**	**-37,5**	**-20,2**	**-5,1**
EBIT-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-1330,6%	-373,2%	-81,2%	-14,9%
Ränteintäkter	0,0	0,3	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	-3,7	-2,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBT	**-26,4**	**-27,0**	**-25,8**	**-41,6**	**-43,6**	**-38,9**	**-39,9**	**-38,5**	**-21,1**	**-6,1**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	**-26,4**	**-27,0**	**-25,8**	**-41,6**	**-43,6**	**-38,9**	**-39,9**	**-38,5**	**-21,1**	**-6,1**
Nettomarginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-1363,9%	-382,9%	-85,1%	-17,8%
Antal utestående aktier (miljoner)	*0,27*	*0,41*	*0,41*	*0,53*	*3,44*	*11,70*	*11,70*	*11,70*	*11,70*	*11,70*
Vinst per aktie (VPA)	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*

DCF - Base scenario (MSEK)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
Nettoomsättning	0,2	2,9	10,0	24,8	34,1	49,4	56,6	64,6	69,3	71,7	73,1
NOPAT	**-37,9**	**-38,9**	**-37,5**	**-20,2**	**-5,1**	**2,3**	**4,0**	**8,5**	**11,0**	**11,9**	**14,5**
+ D&A	19,3	19,3	19,3	9,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
- CAPEX	-0,5	-1,3	-1,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Ökning (-) / minskning (+) i RK	-0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,4	-1,1
Fritt kassaflöde	**-3,2**	**-21,1**	**-20,2**	**-12,3**	**-5,9**	**1,3**	**2,9**	**7,2**	**9,6**	**10,4**	**13,4**
Diskonterat fritt kassaflöde	**-3,1**	**-17,8**	**-14,8**	**-7,8**	**-3,3**	**0,6**	**1,2**	**2,6**	**3,0**	**2,8**	**3,1**

Appendix

Bull scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**0,0**	**0,3**	**5,3**	**18,2**	**32,4**	**47,7**
Aktiverat arbete för egen räkning	8,7	14,3	13,9	4,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**9,2**	**14,6**	**14,2**	**4,4**	**0,9**	**0,3**	**5,3**	**18,2**	**32,4**	**47,7**
Handelsvaror	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,4	-4,5	-7,3	-9,8
Bruttoresultat	**9,2**	**14,6**	**14,2**	**4,4**	**0,9**	**0,3**	**3,9**	**13,7**	**25,1**	**37,9**
Bruttomarginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	73,5%	75,5%	77,5%	79,5%
Övriga externa kostnader	-18,8	-23,9	-22,5	-13,7	-10,4	-8,8	-10,1	-11,2	-12,3	-13,5
Personalkostnader	-16,5	-17,8	-18,2	-16,8	-12,5	-9,8	-12,6	-16,8	-19,6	-22,4
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**-26,3**	**-27,2**	**-26,4**	**-26,2**	**-22,1**	**-18,4**	**-18,8**	**-14,2**	**-6,8**	**2,0**
EBITDA-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-353,1%	-78,3%	-20,9%	4,2%
Avskrivningar	-0,1	-0,1	-0,1	-12,1	-19,5	-19,3	-19,3	-19,3	-9,7	0,0
EBIT	**-26,4**	**-27,3**	**-26,5**	**-38,3**	**-41,6**	**-37,7**	**-38,1**	**-33,6**	**-16,4**	**2,0**
EBIT-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-716,8%	-184,5%	-50,7%	4,2%
Ränteintäkter	0,0	0,3	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	-3,7	-2,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBT	**-26,4**	**-27,0**	**-25,8**	**-41,6**	**-43,6**	**-38,7**	**-39,1**	**-34,5**	**-17,4**	**1,0**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	**-26,4**	**-27,0**	**-25,8**	**-41,6**	**-43,6**	**-38,7**	**-39,1**	**-34,5**	**-17,4**	**1,0**
Nettomarginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-735,1%	-189,8%	-53,7%	2,2%
Antal utestående aktier (miljoner)	*0,27*	*0,41*	*0,41*	*0,53*	*3,44*	*11,70*	*11,70*	*11,70*	*11,70*	*11,70*
Vinst per aktie (VPA)	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*0,1*

Bear scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**0,0**	**0,1**	**1,1**	**4,8**	**14,4**	**20,5**
Aktiverat arbete för egen räkning	8,7	14,3	13,9	4,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**9,2**	**14,6**	**14,2**	**4,4**	**0,9**	**0,1**	**1,1**	**4,8**	**14,4**	**20,5**
Handelsvaror	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,5	-4,4	-5,9
Bruttoresultat	**9,2**	**14,6**	**14,2**	**4,4**	**0,9**	**0,1**	**0,7**	**3,3**	**10,0**	**14,6**
Bruttomarginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	66,5%	68,0%	69,5%	71,0%
Övriga externa kostnader	-18,8	-23,9	-22,5	-13,7	-10,4	-8,7	-9,6	-10,1	-10,6	-11,0
Personalkostnader	-16,5	-17,8	-18,2	-16,8	-12,5	-9,8	-11,2	-11,2	-12,6	-12,6
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**-26,3**	**-27,2**	**-26,4**	**-26,2**	**-22,1**	**-18,4**	**-20,1**	**-18,0**	**-13,2**	**-9,0**
EBITDA-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-1859,5%	-373,1%	-91,6%	-43,9%
Avskrivningar	-0,1	-0,1	-0,1	-12,1	-19,5	-19,3	-19,3	-19,3	-9,7	0,0
EBIT	**-26,4**	**-27,3**	**-26,5**	**-38,3**	**-41,6**	**-37,8**	**-39,4**	**-37,3**	**-22,8**	**-9,0**
EBIT-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-3648,3%	-773,6%	-158,7%	-43,9%
Ränteintäkter	0,0	0,3	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	-3,7	-2,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBT	**-26,4**	**-27,0**	**-25,8**	**-41,6**	**-43,6**	**-38,7**	**-40,4**	**-38,3**	**-23,8**	**-10,0**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	**-26,4**	**-27,0**	**-25,8**	**-41,6**	**-43,6**	**-38,7**	**-40,4**	**-38,3**	**-23,8**	**-10,0**
Nettomarginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-3738,6%	-793,8%	-165,5%	-48,7%
Antal utestående aktier (miljoner)	*0,27*	*0,41*	*0,41*	*0,53*	*3,44*	*11,70*	*11,70*	*11,70*	*11,70*	*11,70*
Vinst per aktie (VPA)	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*	*neg.*

Disclaimer

Ansvarsbegränsning
Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet
För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.
Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs*.

För fullständiga regler för våra analytiker se: https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/

Bull and Bear- Rekommendationer
Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Lumito AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt
Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2026). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.