

- BioPorto har været under hårdt pres efter FDA i maj måned afviste anmodningen om godkendelse af The NGAL Test. Meget hurtigt herefter har BioPorto i tæt samråd med FDA afdækket de forhold, som i sidste ende gerne skulle føre til en godkendelse. BioPorto har således for nylig indsendt en såkaldt pre-submission til FDA, og arbejdet med at indrullere patienter til nye forsøg igangsættes med forventet start i Q2/2017. Ledelsen fastholder medio 2018 som tidsramme for en godkendelse af NGAL testen i USA. Adgang til det amerikanske marked anses for afgørende.
- Med FDA's afvisning er BioPorto blevet sat cirka to år tilbage i tid. Internt er der anvendt mange ressourcer i forarbejdet med den nævnte pre-submission. Det er vigtigt, at man i det nye undersøgelses- og dokumentationsforløb opnår en godkendelse hos FDA. Hvis ikke det lykkes, må vi påpege risikoen for selskabets videre drift. BioPorto er reelt identisk med NGAL's værdi.
- Det virker som om ledelsen har "hands-on" i denne vanskelige tid. Forventningerne til 2016 er blevet reduceret, men der er lyspunkter for salget i 2017, idet man taler om en udskudt OEM-ordre og en tidsforskydning ind i 2017 for samarbejdet med Siemens. Det taler for, at salget i 2017 kan stige markant. Omkostningerne reduceres ved at 20 % af medarbejderne vil blive afskediget. Det skal give årlige besparelser på 4 mio. kr. Samtidig intensiveres arbejdet med at øge salget af selskabets andre antistof produkter. Med andre ord: I 2017 skal salget løftes og udgifterne reduceres. De ekstraordinære udgifter i processen med at påbegynde en ny ansøgning for NGAL i USA bliver i videst muligt omfang udgiftsført i 2016. Grundlaget for fremgang i 2017 må således være til stede.
- I starten af oktober er der gennemført en rettet emission, der tilførte selskabet netto 20,8 mio. kr. Den likvide beholdning var ultimo september på 19,0 mio. kr., dvs. samlet er reserven nu på knapt 40 mio. kr. Med udsigt til reduceret cash burn i den løbende forretning synes driften således at være sikret to år frem. Merudgifterne til FDA-forløbet kendes dog ikke.
- BioPorto står med rettighederne til et potentielt banebrydende produkt. Forskning indenfor nyreskader har stået stille i 50 år, og det udgør en barriere for at trænge ind på markedet med det nye produkt. Forskere og læger har udtalt sig meget positivt omkring NGAL testen, og så vidt vi kan vurdere det, ligger der et stort marked og venter – når produktet måtte blive godkendt i USA. Trods godkendelse i en række andre lande, herunder EU, har udbredelsen af NGAL vist sig at være vanskelig.
- Godkendelse af NGAL i USA er det altafgørende. En godkendelse vil ikke blot åbne det amerikanske marked - det vil også "blåstempe" brugen af produktet i resten af verden som en ny standardmetode. Upside i salget kan blive enormt.
- Risikoen ved en investering i BioPorto er stor, men det er afkastchancen også, såfremt FDA godkender NGAL. Tidsperspektivet er 2018. Aktien egner sig således kun til langsigtede investorer, der forstår situationen og kan se potentialet i aktien. Desuden skal man som investor have både tid og råd til at vente på dette udfald. En speciel mulighed findes angående et Take Over.

## Anbefaling:

Kort sigt: Mindre køb kan påbegyndes (før: afvent køb)

Langt sigt: Hold for eksisterende aktionærer (uændret)

Kursudvikling 0-6 mdr.: 1,75 – 3,0 (tidligere: 1,2 – 3,0)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 2,0 – 5,0 (uændret)

Tidligere anbefaling: Afvent køb den 11-08-2016 ved kurs 2,15

Aktuel Kurs: 1,76

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

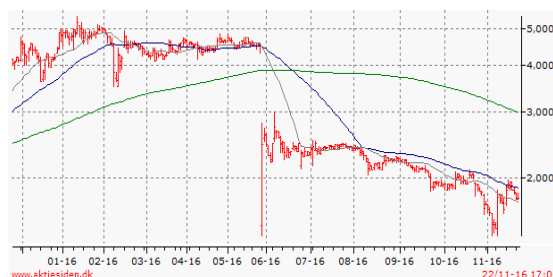
Markedsværdi: 250,8 mio. DKK

Antal aktier: 142,494 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab i marts 2017

## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

2016 prognosen blev endnu engang sænket ved Q3 rapporteringen. Omsætningen forventes at blive på 21,5 mio. kr. (før 23-25 mio. kr.). Der forventes et negativt EBIT drift på 23,5 mio. kr. (før minus 19-21) og et underskud efter skat på 21,5 mio. kr. (før minus 17-19). Ledelsen arbejder frem imod en FDA-godkendelse af NGAL testen i USA medio 2018.



Høj / Lav 12 måneder: 5,2 / 1,48

## Muligheder

The NGAL Test kan anvendes som standardmetode på hospitaler til tidligt at opdage risiko for livstruende nyresvigt. Anvendelse i analyse-instrumenter er målet. Det kan fremmes af aftaler med disse fabrikker. Fordelene ved NGAL vil muliggøre en høj pris per analyse. USA ses som afgørende og normsættende lægefagligt og dermed salgsmæssigt. Europa og resten af verden vil så følge efter. Test af andre alvorlige sygdomsforhold kan blive næste fase. Salg af NGAL kan stige voldsomt, hvis der opnås godkendelse i USA med 2018 som tidsperspektiv.

## Risici

Det er vigtigt, at der genvindes momentum i salget efter stagnation i år. Ledelsens fokus har været rettet mod arbejdet med en pre-submission til FDA. 20 % af medarbejderne skal afskediges. Det kan give uro og føre til, at vigtige medarbejdere søger væk. NGAL testen udgør selskabets afgørende værdi. Positive relationer til instrumentleverandørerne er afgørende, når testen skal udrulles. Risikoprofilen er høj indtil der opnås godkendelse af NGAL i USA. Den finansielle styrke er begrænset. Der er ikke plads eller tålmodighed til flere negative afvigelser.

## Facts om BioPorto

- Selskabet blev etableret i 2000 med udgangspunkt i en aftale med Statens Serum Institut om erhvervelse af rettigheder til monoklonale antistoffer inklusiv adgang til nye opdagelser fremover. Denne aftale er fortsat gældende og sikrer tilgang af nye antistoffer mv. Virkefeltet er bl.a. salg af disse antistoffer til brug inden for forskning og medicinsk udvikling. BioPorto tilbyder produkterne under navnet AntibodyShop.
- Udviklingsindsatsen er koncentreret om The NGAL Test. De nuværende tilgængelige metoder, fx måling af serum-kreatinin, giver først signal om nyresvigt 24-72 timer efter at nyren har taget skade. NGAL kan derimod påvise sådanne skader få timer efter de er opstået, hvilket giver læger mulighed for hurtig indgriben, så skaden ikke udvikler sig til et dødeligt nyresvigt. NGAL er en revolutionerende nyudvikling på et felt, der udviklingsmæssigt har stået stille i 50 år.
- Produktsortimentet omfatter ca. 300 monoklonale antistoffer og tests. NGAL markedsføres i en række lande, herunder EU, hvor produktet er CE-mærket. NGAL tilbydes både til brug i måleinstrumenter og som en såkaldt ELISA test, der er beregnet til anvendelse hos brugere med behov for få målinger. Ud over måling af NGAL på mennesker tilbydes der også NGAL ELISA tests til forsøgsdyr (mus, rotte, hund, gris, abe). Hensigten er tidligt at opdage eventuel skadevirkning på nyrerne af ny medicin. Yderligere har selskabet udviklet en MBL test (mannan bindende lectin), som alene tilbydes som ELISA løsning. Salg af diagnostiske test og antistoffer til klinisk og forskningsmæssig brug, tests til sygehuse og NGAL til akut nyreskade sker i 80 lande.
- NGAL produktpaletten omsatte i Q1-3 i år for 4,7 mio. kr. (4,5 i samme periode sidste år). MBL tests, kits, antistoffer og øvrige produkter og licenser solgte for 9,8 mio. kr. (10,1 i samme periode sidste år). Geografisk er Europa fortsat det bedst sælgende område. Sydkorea er et marked med stigende vigtighed baseret på flot indsats af en ny distributør i landet.
- Virksomheden beskæftiger 27 medarbejdere. Hovedsædet ligger i Hellerup. Et datterselskab er etableret i USA for at fremme NGAL projektet. Produktionen udføres i hovedsagen af underleverandører. Man benytter delvis samarbejdspartnere til at håndtere salg og distribution. Anvendelse af NGAL testen på hospitalernes og klinikernes analyseinstrumenter som en gængs metode er hovedmålet. The NGAL Test er designet sådan, at den kan bruges på størstedelen af de analyseapparater, der allerede står ude på hospitalerne. Fabrikkerne af dette udstyr har generelt interesse i at distribuere tests, evt. i deres eget navn. Der er indgået en aftale med Siemens Healthcare om distribution af BioPortos NGAL test tilpasset to af deres systemer.
- Selskabet søger at sikre sine rettigheder i videst muligt omfang via patenter. Selskabet vurderer, at man kan fastholde og udvikle positionen som væsentlig aktør med sit nye NGAL-produkt på grundlag af de udstedte patenter.
- Peter Mørch Eriksen (født 1960) er CEO. Thomas Magnussen (født 1953) er formand for bestyrelsen. Der er i 2014 oprettet et Scientific Advisory Board for fagtekniske anliggender og udbredelse af kendskab til muligheden for at forhindre akut nyreskade. Det er fortsat hensigten at opbygge et selvstændigt Advisory Board i USA.
- Ejerforhold pr. 31-12-2015: Jan Leth Christensen (selskaber og personligt) 10,1 %, Media-Invest Danmark A/S 9,9 %, Nordben Life and Pension Insurance Co. Limited, Guernsey, 5,5 %. Selskabet har 5.611 navnenoterede aktionærer (2014: 4.654), der samlet ejer 80,7 % af aktiekapitalen.
- Aktiekapitalen blev i november i år udvidet med 12.895.096 nye aktier udbudt til kurs 1,69 kr. Nettoprovenuet til egenkapitalen var 20,8 mio. kr.

## Centrale ord og begreber hos BioPorto

- Biomarkør: et molekyle som indikerer en sygdomstilstand.
- Monoklonalt antistof: et antistof hidrørende fra samme cellelinje og dermed ensartet.
- Rutinediagnostik: diagnostiske analyser, der udføres rutinemæssigt med store analyseinstrumenter på hospitalernes centrallaboratorier.
- NGAL: neutrofil gelatinase-associeret lipokalin. Protein der hurtigt frigives og derfor tidligt indikerer skaderisiko på nyrerne.
- ELISA kit: enzyme-linked immunosorbent assay. En specifikt udformet laboratorietest til brug ved en blodprøve eller urinprøve.
- MBL: mannan-bindende lektin. Test der kan anvendes til indikation af en alvorlig, medfødt mangel i immunsystemet.
- FDA: Food and Drug Administration. De amerikanske sundhedsmyndigheder, der godkender lægemidler, diagnostik mv.

## The NGAL test

The NGAL Test er beskyttet via patent- og produktmæssige rettigheder og aftaler. Det drejer sig om NGAL cutoff patent, NGAL ratiopatent, NGAL formerpatent og NGAL traumepatent. Tidligere i år afgjorde de europæiske patentmyndigheder (EPO), at BioPortos NGAL eksklusionspatent i Europa var ugyldigt. BioPorto har anket afgørelsen. De nuværende patenter vurderes af ledelsen til at være tilstrækkelig.

The NGAL Test er en velfungerende biomarkør, der reagerer på proteinstoffer, som udskilles i tilfælde af begyndende skade på nyrerne. Analysen kan udføres ud fra en blodprøve eller urin, idet førstnævnte normalt foretrækkes. Den kan udføres i ét trin (homogen analyse). BioPorto tilbyder NGAL både til brug som en aktiv reagenskomponent i analyseinstrumenter på centrallaboratorier og i form af ELISA Human NGAL kits (engangsbrug). Tilsvarende har selskabet udviklet NGAL tests til forsøgsdyr, der anvendes ved forskning i lægemidler. Opgaven er at dokumentere eventuel skadevirkning på nyrerne, der vil forhindre anvendelse af et sådant produkt som medicin. Inden for forsøgsdyr tilbyder BioPorto disse tests med ELISA udgaver, og man dækker de gængse typer af forsøgsdyr.

NGAL udmærker sig ved at være en hurtig og meget sikker analyse af risikoen for akut nyreskade i forbindelse med operation eller traume. Resultatet foreligger efter mindre end to timer i modsætning til den gængse serum kreatinin test, som kan være op til 24-72 timer om at udvise et udslag. The NGAL Test gør det derfor muligt for lægerne hurtigt at gribe ind med en forebyggende behandling, hvilket er afgørende for de pågældende patienter. For langsom indsats kan nemlig være dødbringende eller udløse behov for dialysebehandling resten af livet. Hvert år rammes 13 mio. mennesker i I-landene af akut nyreskade, hvoraf 4 mio. dør. Risikogruppen omfatter i første omgang situationer med store operationer og brug af bedøvelse. Bypass operationer og transplantation af nyrer anses for at have det største behov for bedre og hurtigere kontrol mod akut skade på nyrerne. Udvikling af nyreskadediagnostik har stået stille i 50 år, hvorfor BioPorto potentielt har fat i et banebrydende produkt. NGAL er dog allerede nu en vigtig biomarkør, der oplever stor efterspørgsel til klinisk brug. Forståelsen af problematikken og de forbedrede muligheder for at afværge skader via en ny metode til diagnostisk kontrol med NGAL ser dog ud til at være bekymrende lav hos de ansvarlige myndigheder. Det er en udfordring at fjerne denne forståelsesmæssige barriere. Et problem er mangel på ensartede retningslinjer/vejledning om gode procedurer på sygehuse i EU.

NGAL blev allerede i 2011 godkendt i EU og en række andre lande. Forståelsen for brug af NGAL testens værdi er dog en barriere, da der ikke er sket nogen udvikling på dette felt i 50 år. Lægerne skifter således ikke til ny behandling selv om det synes åbenlyst, at det er godt for patienterne og sygehusene. Behandling af skader på nyrerne kan nemlig kræve et livslangt behandlingsforløb med dialyse, hvis patienten ikke dør. Det er dyrt for sundhedsvæsenet og meget tidskrævende og ubehageligt for patienterne.

Antallet af rutinebrugere (hospitaller) er heldigvis stigende. Tallet steg i løbet af 2014 fra kun 3 til 13 og videre til 33 ultimo 2015. Sydkorea er langt fremme og har tilført hele 10 nye takket være en ny dynamisk distributør i dette land. USA er altid det vigtigste marked, hvorfor en godkendelse her vil kunne være banebrydende for indtrængning på hospitaler og klinikker i resten af verden. Desværre afviste de amerikanske sundhedsmyndigheder (FDA) tidligere i år BioPortos ansøgning. Afvisningen har sat hele processen voldsomt tilbage i tid. BioPorto igangsatte straks herefter en fornyet proces, hvor man i samråd med FDA afdækker de behov/tilpasninger, som FDA har brug for i en beslutningsproces. Efter rådslagning med FDA har BioPorto efter fire måneders intenst arbejde for nylig indsendt en såkaldt pre-submission til FDA med en plan for den videre proces. Hensigten er snarest muligt at indrullere patienter til brug for nye kliniske studier, hvilket forventes påbegyndt i Q2 2017. BioPorto har indregnet plads til eventuelle ændringer/forsinkelser i protokollen omkring de nye forsøg. Tidsperspektivet er fortsat, at selskabet venter en godkendelse for NGAL i USA i løbet af 2018 (medio). BioPorto er på relativt kort tid kommet langt med det videre arbejde henimod en afklaring (forhåbentligvis en godkendelse) af NGAL testen i USA.

## Afvisningen af NGAL og nye forsøg presser omsætning og indtjening

For en lille organisation med begrænset finansielt råderum er FDA's krav om nye data et alvorligt anslag. Alene i år har det krævet allokering af 3 mio. kr. til udfærdigelsen af den ovenfor nævnte pre-submission. Ledelsen var så sikker på en godkendelse, at man havde startet ansættelsen af sælgere i USA for at være klar fra første dag med et godkendt NGAL produkt på markedet. Nu anvendes disse medarbejdere i stedet til at organisere samarbejdet med sygehuse og patienter om de nye forsøg. På hovedkontoret havde man også ansat nye ledende medarbejdere. Alt stod klart og parat – men desværre ikke FDA. Kapacitetsomkostningerne i årets første tre kvartaler er derfor steget voldsomt fra 21,5 sidste år til 30,9 mio. kr. Det vægter tungt negativt på bundlinjen. Internt er der desuden anvendt betydelige ressourcer på dialogen med FDA, hvorfor salget af selskabets øvrige produktsalg er stagneret.

Nu hvor der er sendt en pre-submission til FDA, er det hensigten, at der igen skal fokus på salget. Denne opgave skal løses af selskabets nye COO Jan Kuhlmann Andersen. Stamforretningen skal udvikles, mens man venter på en afklaring i USA. Vi ser mulighed for, at salget kan genvinde momentum, men fremadrettet er det absolut vigtigste for selskabet, at få godkendt NGAL testen i USA. Som udgangspunkt tror vi på ledelsens skøn om 2018 som tidspunktet for en sådan FDA-godkendelse. Det gælder om at holde gang i butikken i den mellemliggende periode. NGAL skal godkendes, da det er grundstenen og repræsenterer virksomhedens langsigtede potentiale.

## Øvrige produkter og deres potentiale

Selskabets produktportefølje omfatter cirka 300 antistoffer, der i nogle tilfælde kan udvikles til færdige testprodukter. Anvendelsen er normalt indskrænket til forskning, og her udvides sortimentet løbende. Metodemæssigt har man introduceret gRAD (generic Rapid Assay Device) som en platform for forskere med mulighed for opbygning af individuelle tests efter eget valg. Udviklingen i retning af anvendelse af de nye muligheder for indikation af sygdomsforhold via undersøgelser rummer et stort perspektiv, og her råder BioPorto over en stribe testmuligheder i kraft af sin samling af antistoffer. Udvikling af kliniske testprodukter er dog meget krævende, hvilket det besværlige forløb omkring NGAL testen tydeligt viser. Selskabet tilbyder ud over NGAL også en anden vigtig men smal test, nemlig MBL Oligomer ELISA kit. MBL betyder Mannan-binding Lectin. Dette undersøgelseskit kan anvendes til børn for at afdække mangler i immunforsvaret. Produktet er CE-mærket (godkendt i EU) men må ikke markedsføres til klinisk brug i USA. Salget af produktet androg sidste år 2,5 mio. kr.

## Fremtiden og aktiens forhold

Udgangspunktet er, at NGAL testen repræsenterer den afgørende værdi i selskabet. Derfor er bevarelse og forbedring af dette projekt kernepunktet. Selve udviklingsplanen for NGAL, hvor USA ses som det altafgørende marked, fastholdes af ledelsen. Opgaven med en ny ansøgning hos FDA er første trin i udnyttelsen af salgspotentialet i NGAL. Projektet med godkendelse vil dog medføre betydelige udgifter, og alene det indledende trin med fastlæggelse af projektets forløb og udkast til protokol for studiet påregnes at koste 3 mio. kr. i indeværende år.

Opgaven bliver nu at fortsætte en god dialog med FDA, at få indrullet patienter til de nye forsøg og samtidig at genvinde momentum i salget inden for sortimentet af antistoffer. Og naturligvis i sidste ende at få godkendt The NGAL test i USA. Omkring udsigten for salg af NGAL uden for USA meddeler BioPorto, at opstarten af samarbejdet med Siemens (analyseinstrumenter) forløber planmæssigt, men en lancering er blevet udskudt til 2017. Det samme gælder for en større OEM ordre. Hvis der kun er tale om en udskydelse af en stor ordre og Siemens-lanceringen til 2017, kan det sikre en betydelig fremgang i salget næste år. Et lager hos Siemens skal vel opbygges.

2016 har udviklet sig til et udfordrende år for selskabet, og derfor har ledelsen nedjusteret forventningerne. Nu ventes der en vækst i salget på 5 % til 21,5 mio. kr. (før 23-25 mio. kr.). Indtjeningen påvirkes samtidig af de stigende udgifter ud over det stagnerende salg. Driften (EBIT) ventes derfor at blive -23,5 mio. kr. mod før -19-21. Resultat efter skat ventes at lande på -21,5 mio. kr. mod før -17-19 mio. kr. For at reducere udgifterne, skal 20 % af de ansatte opsiges, hvilket fremadrettet vil give årlige besparelser på 4 mio. kr.

I starten af oktober gennemførte selskabet en rettet emission, hvorved egenkapitalen blev polstret med netto 20,8 mio. kr. Den likvide beholdning udgjorde ved udgangen af Q3 i alt 19,0 mio. kr. Samlet giver det 39,8 mio. kr. Cash-burn i Q4 kan estimeres nedbragt til 4-5 mio. kr. Den likvide reserve vil således ved udgangen af året andrage ca. 35 mio. kr. Med en begrænset likvid reserve har BioPorto ikke megen plads til at absorbere eventuelle negative afvigelser. Desværre var det ikke muligt at opnå et større provenu ved det seneste aktiesalg, da tegningen var begrænset af Max-10 % reglen. En større emission ville kræve et omfangsrigt børsprospekt. Det er usikkert, om det nuværende finansielle grundlag er tilstrækkelig til at dække cash burn to år frem, da der vil indgå ukendte merudgifter til NGAL-projektet i USA. Målet er en godkendelse medio 2018. Med andre ord: Vi kan ikke afvise behov for endnu en emission med udvanding af de eksisterende aktionærer.

Sandsynligheden er efter vores vurdering høj for at FDA i sidste ende vil godkende NGAL testen. BioPorto har lagt mange ressourcer i at udfærdige deres pre-submission, hvilket er sket i tæt dialog med FDA. Formalia og definitionen af kravene til NGAL testen burde derfor være på plads, hvilket øger sandsynligheden for en godkendelse. Imidlertid er der en mange ubekendte forhold på vejen mod en sådan godkendelse. Nye forsøg og undersøgelser skal gennemføres, og dataene herfra må ikke fejle. Desuden er udfordringen at få gang i salget af selskabets øvrige produkter, hvilket skal ske samtidig med, at man internt skærer til og reducerer i antal medarbejdere. Og endelig er der usikkerheden omkring den finansielle situation. Rækker den nuværende likvide beholdning helt frem til tidspunktet for den altafgørende og dybt eftertragede FDA-godkendelse af NGAL testen?

Hvis BioPorto kommer sikkert igennem de næste to år og NGAL testen godkendes, så åbner der sig en særdeles interessant investeringscase med en potentielt enorm stigning i aktiekursen. Det er i dette lys, at man som investor skal overveje en investering i BioPorto. Afkastet kan blive meget stort, men risikoen er altså også ekstraordinær stor, indtil fremtiden for NGAL afgøres.

Aktien er således kun interessant for langsigtede investorer, der har tid og råd til at vente på den muligvis meget store gevinst.

**Regnskabstal**

1.000 kr.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	13.802	18.584	17.584	16.625	18.705	20.383	21.500
- heraf NGAL	3.878	5.178	6.531	5.595	5.341	7.221	7.500
- heraf MBL	1.817	2.194	2.070	1.844	2.073	2.530	3.000
- heraf antistoffer mv.	8.107	11.212	9.257	9.186	11.292	10.632	11.000
Bruttoresultat	8.458	10.521	11.054	9.043	13.197	15.481	15.700
Salg & Markedsføring	4.705	6.458	5.970	5.968	9.396	8.876	11.000
Forskning & Udvikling	8.903	8.129	9.911	10.212	8.616	9.944	16.000
Administration	8.261	8.792	9.043	12.665	10.441	9.420	12.200
Driftsresultat (EBIT)	-13.411	-12.858	-13.870	-19.802	-15.256	-12.759	-23.500
Renter	-796	-1.980	-2.080	-2.071	159	-255	-200
Res. før skat	-14.207	-14.838	-15.950	-21.873	-15.097	-13.014	-23.700
Skat	0	0	1.250	0	2.171	2.282	2.700
Nettoresultat	-14.207	-14.838	-14.700	-21.873	-12.926	-10.732	-21.000
Balance	20.974	21.252	18.178	51.842	37.239	48.993	51.000
Likvid reserve	13.926	14.105	8.349	42.802	25.447	34.867	35.000
Egenkapital	3.309	3.940	-1.150	42.862	26.686	44.485	45.000
Antal ansatte	23	25	25	25	24	22	26
Lønsum	12.880	14.986	15.284	18.623	17.954	17.332	21.000
Pr. ansat i 1.000 kr.							
Omsætning	600	743	703	665	779	927	827
Bruttoavance	368	421	442	362	550	704	604
Løn	560	596	611	745	748	788	808
Driftsoverskud (EBIT)*	-583	-514	-555	-792	-636	-580	-904
Antal aktier (1.000)	42.133	43.084	45.308	79.137	117.874	121.652	132.750
Res. pr. aktie kr.	-0,25	-0,26	-0,24	-0,28	-0,11	-0,09	-0,16
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	0,06	0,07	-0,02	0,35	0,24	0,34	0,32

NB: Aktiekapitalen er udvidet i 2013, 2015 og 2016 med et nettoprovenu på henholdsvis 65, 26 og 21 mio. kr.

**Forbehold og ansvarsfraskrivelse**

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.