

- FDA afviste 28-05 anmodningen om godkendelse af The NGAL Test. Ledelsen fastholder ønsket herom og vil indlede en fornyet indsats for at tilvejebringe tilstrækkelige kliniske og analytiske data, hvilket skal føre til en godkendelse af en ny FDA-ansøgning i løbet af 18-24 måneder. Adgang til det amerikanske marked anses nemlig for afgørende, da det skal bane vej for global udbredelse af testen. Selskabet er altså blevet ramt af et uventet tilbageslag. Indtil videre opretholdes den allerede etablerede markedsføringsorganisation i USA. Men alt skal nu revurderes.
- På grundlag af en dialog med FDA vil et fornyet undersøgelsesforløb blive sat i værk for at opnå den krævede dokumentation, herunder at håndtere spørgsmålet om afgrænsning ved svage nyreskader. Elisabeth Erhardtson er blevet ansat til at udføre opgaven med titel af Vice President Clinical and Regulatory Affairs. Merudgiften i år anslås til at udgøre 3 mio. kr. Fasen med anvendelse af testen som led i dokumentationsarbejdet vil foregå i løbet af 2017. Den samlede udgift kendes endnu ikke.
- Et positivt forløb forventes at tage 18-24 måneder. Tidspunktet for den ønskede og afgørende godkendelse med lancering straks herefter i USA er derfor medio 2018.
- Økonomisk er der tale om en afgørende forværring. Den likvide reserve udgør 24 mio.kr. Cash Burn var sidste år på 17 mio. kr., og i første halvår lå tallet på 11 mio. kr. Selv om ledelsen nu vil stramme op på udgifterne og øge salget af de eksisterende produkter mest muligt, så vil det nye dokumentationsprogram forud for en FDA-godkendelse belaste som en ekstra faktor.
- Selskabet må vurderes til at have behov for en likvid minimumsreserve på 20 mio. kr. Tallet indebærer en bremselængde på et år. Der er således behov for en styrkelse af det finansielle beredskab. Formentlig vil ledelsen i løbet af efteråret have overblik og et budget for FDA-projektets udgift. Herefter må der forventes en aktietegning – formentlig med en størrelse på 60 mio. kr.
- Alternative løsninger kunne være indgåelse af en partnerskabsaftale om NGAL med en ledende virksomhed inden for diagnostisk udstyr eller frasalg af dele af den oprindelige aktivitet med antistoffer. Sidstnævnte udgør selskabets langsigtede udviklingspotentiale og vil være en høj pris at betale for at sætte alt på NGAL testen.
- Aktiekursen droppede fra 4,55 til niveauet 2,4 kr. på den overraskende nyhed om FDA's afvisning af NGAL godkendelsen. Henset til en sandsynlig aktietegning er en afventende holdning naturlig for nye investorer, der muligvis kan få adgang til et aktiekøb på gunstige vilkår i løbet af det kommende halve år. Aktien er en high risk/return situation.
- Potentialet i NGAL testen er sandsynligvis særdeles stort, og ledelsen fastholder denne vurdering trods FDA-afvisningen. Vi deler denne holdning og anser BioPorto aktien for spændende på langt sigt. En speciel mulighed findes angående et Take Over, og denne Joker er sandsynligvis årsagen til interessen for aktien i øjeblikket trods udsigt til en ny og kursbelastende kapitaludvidelse.

Aktuel Kurs: 2,15
 Børs: NASDAQ OMX Smallcap
 Markedsværdi: 279 mio. DKK
 Antal aktier: 129,599 mio. styk
 Næste regnskab: Q3 regnskab den 03-11-2016

Anbefaling:

Kort sigt: Afvent køb (uændret)
 Langt sigt: Hold for eksisterende aktionærer (uændret)
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 1,2 – 3,0 (tidligere: 3 - 6)
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 2,0 – 5,0 (tidligere 3 - 8)
 Tidligere anbefaling: Afvent køb den 18-05-2016 ved kurs 4,55

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Forventningerne til 2016 er blevet ændret i negativ retning som følge af FDA's manglende godkendelse af The NGAL Test. Omsætningen forventes at blive på 23-25 mio. kr. (oprindeligt: 27-30 mio. kr.). EBIT (drift) angives til intervallet -19-21 mio. kr. Efter skat påregnes et underskud på 17-19 mio. kr. Ledelsen fokuserer nu på salgsindsatsen og en plan for et nyt program for godkendelse af NGAL testen hos FDA med en tidsramme på 18-24 måneder.



Høj / Lav 12 måneder: 5,2 / 2,24

Muligheder

The NGAL Test kan anvendes som standardmetode på hospitaler for tidligt at opdage risiko for livstruende nyresvigt. Anvendelse i analyse-instrumenter er målet. Det skal opnås via aftaler med fabrikanterne. 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.

Risici

På kort sigt er de økonomiske risici vigtigst. Der er behov for kapital til at gennemføre et fornyet projekt med FDA-godkendelse af NGAL testen. Patenternes gyldighed og rækkevidde er også centralt. Positive relationer til instrumentleverandørerne er afgørende, når testen skal udrulles. Risikoprofilen må anses for høj, hvilket også gælder aktiekursens udsving. I den nuværende uafklarede situation skal man som investor tage bestik af muligheden for en aktietegning.

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 har været 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, der er en hurtig og sikker måling af nyrenes funktion med henblik på at undgå situationer med skader, der ofte er dødbringende. Testen kan på to timer frembringe et resultat, hvorved der i tide kan gribes forebyggende ind. De eksisterende serum-kreatinin tests har en svartid på 24-72 timer, hvorved skaden kan blive uoprettelig.
- 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 her tidligt at opdage eventuel skadevirkning på nyrene af ny medicin. Yderligere har selskabet udviklet en MBL test (mannan bindende lectin), som alene tilbydes som en ELISA løsning.
- Salgets fordeling i H1 2016 på produkter: NGAL 19, ELISA Human NGAL 8, ELISA MBL 10, NGAL Animals 6, Antistoffer 52, Licensindtægter mv. 5 %. Geografisk fordeling af salget i H1 2016: Europa 48, Nordamerika 38, Asien 12, Andre lande 2 %. Sydkorea er et vigtigt marked.
- Første halvår udviste følgende hovedtal i mio. kr. (til sammenligning H1/2015): Omsætning 9,8 (9,9), EBIT -13,3 (-8,5), Resultat før skat -13,3 (-8,5), Nettoresultat -12,2 (-7,2). Egenkapitalen pr. 30-06 udgør 33,4 mio. kr. og den likvide beholdning er på 24,1 mio. kr. Den likvide beholdning er faldet med 10,8 mio. kr. (cash burn) i løbet af halvåret.
- Virksomheden beskæftiger 26 medarbejdere. Faciliteterne er placeret ved Tuborg Havn, Hellerup. En salgsenhed i USA er oprettet i Chicago, og de vigtigste medarbejdere blev ansat forud for FDA's forventede godkendelse af NGAL testen med henblik på hurtig udbredelse. Dette lykkedes imidlertid ikke, og staben skal i stedet medvirke i arbejdet med de kliniske undersøgelser. 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 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. Der verserer sager angående visse af selskabets patenter, men beskyttelsen anses af ledelsen som tilfredsstillende. Tildeling af licenser til brug af BioPorto's produktrettigheder udgør også en del af denne politik.
- Peter Mørch Eriksen (født 1960) er CEO. Jakob Brix Andersen varetager posten som CFO. Jan Kuhlmann Andersen er netop udtrådt af bestyrelsen for at overtage posten som COO efter Michael Pålsson. Bestyrelsen består herefter af tre medlemmer med Thomas Magnussen (født 1953) som formand. 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 august 2015 udvidet med nominel 11,7 mio. kr. til 129,6 mio. kr. (tegningskurs 2,4 kr. pr. aktie; nettoprovenuet til egenkapitalen udgjorde 26,6 mio. kr.). Aktiernes nominelle størrelse er 1 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: neurofil gelatinase-associeret lipokalin. Protein der hurtigt frigives og tidligt indikerer skaderisiko på nyrene.
- 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. 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 består her i 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, nemlig mus, rotter, hunde, grise og aber.

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. NGAL udgør således en markant forbedring af muligheden for overvågning af patientens tilstand. Forebyggelse af voldsomme skader har stor værdi, hvilket burde stå klart for de involverede læger såvel som patienter og pårørende. 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.

Omfanget af berørte personer angives skønsmæssigt til at være over 13 mio. om året opgjort alene for USA og Europa, hvoraf dødsfald i øjeblikket rammer ca. 30 %. Risikogruppen omfatter i første omgang situationer med store operationer og brug af bedøvelse. Bypass operationer og transplantation af nyrer vurderes til at have det største behov for kontrol mod akut skade på nyrerne. En bredere anvendelse på intensivafdelinger ses som et naturligt skridt efterfølgende, når brug af NGAL er blevet indført som en rutine ved store operationer.

NGAL blev i 2011 godkendt i EU og er ligeledes blevet blåstempelt i en række andre lande. Til trods herfor udgjorde salget af NGAL til human anvendelse kun 6,3 mio. kr. i 2015. BioPorto har ikke været i stand til at opnå forståelse for værdien af den nye metode og en stor udbredelse af produktet. Afsætningen er skuffende. Antallet af rutinebrugere (hospitaller) er interessant, og tallet steg i løbet af 2014 fra kun 3 til 13 og videre til 33 ultimo 2015, idet Sydkorea har tilført hele 10 nye takket være en ny dynamisk distributør i dette land. For at opnå et gennembrud i anvendelsen vil ledelsen have adgang til markedet i USA, hvorefter brug af testen vil kunne opnå anerkendelse og åbne adgangen til hospitaler og klinikker i resten af verden. Efter den overraskende afvisning af ansøgningen hos FDA forventer man nu i anden omgang at kunne opnå en sådan godkendelse i løbet af 2018 – men det kræver et helt nyt forløb med undersøgelser og dokumentation som grundlag for indlevering af ansøgningen hos FDA.

Andet halvår 2016: Hovedopgaven er sikring af udnyttelsen af NGAL testens potentiale. FDA-planen og dermed kapitalbehovet udarbejdes og fremlægges straks. Selskabets fremtid skal afklares.

Ledelsens strategi og planer er blevet kuldkastet – eller i bedste fald kun forsinket med op mod to år - af den uventede afgørelse fra FDA's side. Afsporingen er alvorlig, idet selskabets finansielle beredskab er af begrænset størrelse og slet ikke forberedt på en sådan situation. Nu skal alt revurderes for at sikre værdierne og selskabets opretholdelse.

Udgangspunktet er, at NGAL testen repræsenterer den afgørende værdi. 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. Det vil dog medføre betydelige udgifter, og alene det indledende trin med fastlæggelse af projektets forløb påregnes at koste 3 mio. kr. i resten af året. Elisabeth Erhardtson er blevet ansat til at forestå forløbet. Der vil nu blive udarbejdet en plan og herudfra et skøn over udgifterne, må vi antage. Ud fra dette budget kan der så fremkomme et forslag til finansiering. Det er nødvendigt, da selskabet ikke råder over tilstrækkeligt med penge hertil. Igangsættelse vil være fuldstændig uansvarlig uden sikring af det krævede beløb inklusiv dækning af selskabets øvrige cash burn i de kommende to år. Selve driften skal samtidig forbedres mest muligt for at reducere kapitalbehovet. En likvid reserve svarende til et års fremadrettet cash burn må anses for mindstekravet til en rimelig likvid reserve, og dette tal kan opfattes som udtryk for selskabets bremselængde. Generelt anses en reserve på to år ellers som ønskværdigt i udviklingselskaber, men omstændighederne presser tallet ned.

Tidsplanen bør række 2-3 år frem, så selskabet ikke løber tør for benzin, lige før man er i mål med en FDA-godkendelse, dvs. perioden bør strække sig til og med 2018. Størrelsen af det løbende cash burn vil blive nedbragt. For 2½ år ser 30 mio. kr. ud til at være realistisk. I udgangspunktet (30-06) råder BioPorto over en likvid reserve på 24 mio. kr., hvilket svarer til mindsteniveauet for en sådan reserve.

Størrelsen af FDA-projektets udgiftsramme er vanskelig at vurdere udefra, og ledelsens budget må derfor afventes. Vi formoder, at der vil blive tale om et budget på cirka 3 mio. USD (20 mio. kr.), men det er et gæt. Kapitalbehovet kan dermed opgøres til formentlig 50 mio. kr. plus en reserve til at dække overskridelser og forsinkelser på 10 mio. kr. Samlet skønner vi, at der udsigt til et udspil fra ledelsens side i løbet af Q4 om en aktiekapitaltegning med et provenu på ca. 60 mio. kr. Den eksisterende aktiekapital udgør 129,6 mio. kr. (aktierne er på nominel 1 kr. pr. styk). Selskabet har gentagne gange udvidet sit kapitalgrundlag, og i tidens løb har det medvirket til at ændre

ejerkredsen. Beredvilligheden til at klare et nyt og afgørende indskud af egenkapital kendes ikke men er antageligvis forbedret takket være en ændret sammensætning af aktionærer. Det er en knald eller fald situation for BioPorto både her-og-nu angående evnen til at kunne påbegynde det krævende FDA-godkendelsesforløb, men det samme gælder også udfaldet heraf: hvis NGAL ikke godkendes til diagnostisk anvendelse i USA i 2018, har man ikke flere chancer tilbage og resten må sælges (likvidation). Det er "make or break". I økonomisk forstand er det alt eller intet.

Tegningsvilkårene bliver vigtige, og de vil primært afhænge af muligheden for at opnå en form for hel eller delvis garanti herfor, så man er sikker på, at det vil lykkes. Der er tale om en high risk/return situation. Hvis tegningen lanceres til pari (1 kr.), vil aktien blive trukket helt i bund ud fra dette perspektiv, og man vil implicit kun ansætte selskabets værdi til aktiekapitalen på 129,6 mio. kr. Den tilbageværende cash beholdning på formentlig under 20 mio. kr. ultimo året fungerer reelt som en slags stopafløbsdækning. Såfremt vores skøn for den eksisterende forretnings værdi på 75 mio. kr. er realistisk, indebærer det, at NGAL (ud over de nuværende salgsmuligheder) kun ansættes til 55 mio. kr. i værdi. Med andre ord er der tale om en særdeles lav vurdering, hvilket må vække interesse fra nye sider. For de nuværende aktionærer må man indstille sig på hårde vilkår ved en aktietegning.

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 muligheder 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 test, nemlig MBL Oligomer ELISA kit. MBL betyder Mannan-binding Lectin. Dette undersøgelseskit kan anvendes til 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

Ledelsens plan om at få adgang til det amerikanske marked blev brat stoppet med FDA's manglende godkendelse af The NGAL Test. Hensigten var (og den fastholdes), at udbredelse af testen i USA skulle bane vej for en global anvendelse. I stedet for den formodede lancering på nuværende tidspunkt, er det hele blevet udskudt i 18-24 måneder. Ledelsen har allerede besluttet at udarbejde en ny ansøgning til FDA, og derfor skal de hertil krævede undersøgelser udføres. En tilpasning angående sværhedsgraden af nyreskaden vil sandsynligvis indgå i det nye koncept, idet FDA angiveligt især stillede sig kritisk over for brug af testen ved tilfælde med svag indikation af nyreskade. Strategien fastholdes i virkeligheden, men konsekvensen er desværre en stor merudgift til at udføre en ny runde af undersøgelser som dokumentation for en FDA-godkendelse, ligesom man mister de forventede NGAL-indtægter i to år. Ledelsen satsede på at starte NGAL-salget op for fuld fart ved forud at etablere et salgsbrohoved i USA. Her er der ansat tre medarbejdere. Nu skal de i stedet medvirke ved opstarten af det nye undersøgelsesprogram forud for en ny ansøgning om produktgodkendelse. Der er tale om et veritabelt tilbageslag, og i den kommende tid skal ledelsen opnå et overblik. Det gælder FDA-projektets økonomiske omfang sammen med en tilpasning og revurdering af selskabets almindelige budget for de kommende tre år, dvs. til og med 2018. I den løbende drift skal der optimeres på både salgsindsats og udgifterne i den eksisterende forretning.

Udfordringen består i at bevare selskabet og sikre udnyttelsen af NGAL testens værdipotentialer. I al sin enkelhed gælder det om at opnå et økonomisk råderum til at gennemføre proceduren og få hjembragt FDA-godkendelsen. Spørgsmålet er det nødvendige omfang af kapitalen (inklusive en rimelig reserve til at dække uventede problemer) frem til udgangen af 2018? Næste punkt i handlingsplanen bliver derfor realistisk set en stor aktietegning til udviklingsprogrammet. Ledelsens tiltro til NGAL testens potentiale ser ikke ud til at være anfægtet men er snarere blevet styrket af den løbende anerkendelse af produktet i form af afsætning i de lande, hvor NGAL allerede har opnået de nødvendige godkendelser, og positiv opbakning fra lægefaglige specialister inden for nyresvigt.

Størrelsen og vilkårene ved endnu en aktietegning får stor indflydelse på aktiekursens udvikling i det kommende halve år. Indtil videre formoder vi, at tidsrammen for en kapitaltilførsel er ultimo året og at det krævede beløb vil blive søgt tilvejebragt i et hug. Da BioPorto har et spredt ejerskab, er der behov for nytænkning for at skaffe den nødvendige opbakning. Vores gæt på kapitalbehovet i den nævnte periode inklusive FDA-projektet og opretholdelse af en likvid mindstereserve på 20 mio. kr. er et beløb på ca. 60 mio. kr. Det er sammensat af 2,5 års cash burn á 12 mio. kr., dvs. i alt 30 mio. kr., i stamforretningen og en merudgift til FDA-NGAL projektet på formentlig 20 mio. kr. (3 mio. USD) plus 10 mio. kr. i buffer. Men det er kun et usikkert gæt fra vores side. Vent og se ledelsens udspil.

Tiden turde være nået for at finde en "hvid ridder" til at løfte denne opgave – enten direkte i forbindelse med en aktietegning til markedskurs (hvor aktieprisen og andelen skal accepteres af begge parter) eller ved en garantistillelse for en fortegningsretsbaseret emission og dermed mulighed for fortsættelse med samme ejerandel fra de nuværende aktionærers side. NGAL's slumrende potentielle værdi er kernepunktet: hvor meget kan NGAL-salget drives til? Selv om den eksisterende forretning (inkl. NGAL-salget uden for USA) fortsat giver underskud, rummer den nuværende virksomhed formentlig en værdi i størrelsen 75 mio. kr.

Perspektivet for aktiens kursudvikling skal ses i denne ramme. Da en kapitaludvidelse med fortegningsret i reglen vil finde sted til en væsentlig lavere pris end markedskursen, peger pilen nedad på kort sigt. Vi mener dog, at en fuldt finansieret handlingsplan med en aktietegning kan indebære en særdeles attraktiv indgang til aktien for nye investorer ved et sådant ekstraordinært udbud.

Konklusionen for eksisterende aktionærer er at holde ud, hvis de ønsker at deltage i endnu en aktietegning. Hvis det ikke er tilfældet, ser et salg ud til at være bedre, idet tegningskursen må påregnes fastlagt under den nuværende børskurs. Take over muligheden er dog hele tiden en Joker, og den kan indirekte dukke op via et initiativ fra en interesseret aktør omkring deltagelse i en stor aktietegning. For investorer uden nogen eksponering er det formentlig bedst at afvente ledelsens vurdering og planer, der næsten sikkert må indeholde et udspil om en ny og stor kapitaltilførsel. Deltagelse heri kan blive en attraktiv indgangsvinkel til at købe aktien. Vi regner med at det hele vil blive afklaret i inden årets udgang.

Regnskabstal

1.000 kr.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	13.802	18.584	17.584	16.625	18.705	20.383	24.000
- heraf NGAL	3.878	5.178	6.531	5.595	5.341	7.221	8.500
- 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	12.500
Bruttoresultat	8.458	10.521	11.054	9.043	13.197	15.481	18.000
Salg & Markedsføring	4.705	6.458	5.970	5.968	9.396	8.876	12.000
Forskning & Udvikling	8.903	8.129	9.911	10.212	8.616	9.944	13.000
Administration	8.261	8.792	9.043	12.665	10.441	9.420	12.000
Driftsresultat (EBIT)	-13.411	-12.858	-13.870	-19.802	-15.256	-12.759	-19.000
Renter	-796	-1.980	-2.080	-2.071	159	-255	100
Res. før skat	-14.207	-14.838	-15.950	-21.873	-15.097	-13.014	-18.900
Skat	0	0	1.250	0	2.171	2.282	2.000
Nettoresultat	-14.207	-14.838	-14.700	-21.873	-12.926	-10.732	-16.900
Balance	20.974	21.252	18.178	51.842	37.239	48.993	32.000
Likvid reserve	13.926	14.105	8.349	42.802	25.447	34.867	17.000
Egenkapital	3.309	3.940	-1.150	42.862	26.686	44.485	26.300
Antal ansatte	23	25	25	25	24	22	26
Lønsum	12.880	14.986	15.284	18.623	17.954	17.332	21.500
Pr. ansat i 1.000 kr.							
Omsætning	600	743	703	665	779	927	923
Bruttoavance	368	421	442	362	550	704	692
Løn	560	596	611	745	748	788	827
Driftsoverskud (EBIT)*	-583	-514	-555	-792	-636	-580	-730
Antal aktier (1.000)	42.133	43.084	45.308	79.137	117.874	121.652	129.599
Res. pr. aktie kr.	-0,25	-0,26	-0,24	-0,28	-0,11	-0,09	-0,13
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	0,20

NB: Aktiekapitalen er udvidet i 2013 og 2015 med et provenu på netto henholdsvis 65 og 26 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.