

LightLab – en lysande investering?

- **Kinas patentverk beviljar patent för LightLabs anod**
- **Ytterligare ansökningar inlämnade för den elektriska prestandan**
- **22 patent och 18 patentansökningar fördelade över 11 olika patentfamiljer**
- **Från 2012 skall endast lågenergilampor finnas till försäljning i EU**
- **”Gratisoptionen” värd 0,38 SEK**

Sammanfattning

När världen blir mer och mer uppmärksam på bristen på naturresurser och miljön ligger de nya metoder för belysning som LightLab utvecklar helt rätt i tiden. I dag går 25 procent av all energikonsumtion hos företag och offentlig verksamhet går åt till belysning. Samtidigt så vet vi att det är endast fem procent av den energi som en traditionell glödlampa drar som verkligen går åt till belysning. Det finns således ett betydande intresse för att utveckla nya former av belysning då det visat sig att den ”onödiga” energiförbrukningen för svenska glödlampor motsvarar uppvärmningen av 80,000 villor under ett helt år.

Sedan Axier senast skrev om bolaget har aktiekursen fördubblats, bland annat efter det att det kinesiska Patentverket beviljar LightLab patent för anoden. Sedan förra året har antalet patent fördubblats, något som visar på den teknikhöjd som LightLabs produkter har. Med hela 18 stycken inlämnade patentansökningar ser vi att det finns ett betydande utrymme för goda nyheter, något som kan komma att leda till både pressmeddelanden och kursuppgångar i aktien.

Vi anser att LightLab är ett spännande case, och vi är av den åsikten att aktien kan komma att utvecklas väl under den närmaste tolv månadersperioden, främst om ledningen kan uppvisa ytterligare värdehöjande åtgärder som de patent som redan beviljats. Axier rekommenderar teckning av LightLab.

Antal aktier	9 810 224*
Notering	First North
VD	Bo Madsen
Största ägare (%)	Östersjöstiftelsen 14,88 %*
Webb	http://www.lightlab.se
Market Cap	73,56 Mkr*
Risk	Hög
Potential	Mycket hög
Axiers rekommendation	Teckna

*Pre-Money värdering innan den förestående nyemissionen.

Beskrivning av verksamheten

Tekniken som innovationsföretaget LightLab utvecklar är just nu extra aktuell då de traditionella glödlamporna fasas ur försäljning. Från och med 2012 skall endast lågenergilampor finnas till försäljning inom EU.

LightLab har för avsikt att kommersialisera en ljusteknologi baserad på kalla katoder, fältemission och katodluminiscens. Om bolaget lyckas innebär tekniken att ljus kan framställas på ett energisnålt sätt helt utan användning av kvicksilver. Bolaget har sedan starten 1996 skapat en stark teknisk grund som skyddas av ett flertal patent och byggt upp omfattande kunskap kring fältemission genom det utvecklingsarbete som bedrivits.

Fördelarna med LightLabs teknik jämfört med andra lågenergilampor är främst:

- Produkten är fri från kvicksilver och bly.
- Den kan dimmas på samma sätt som en glödlampa
- Möjlig att tända utan fördröjning vid tillslag
- Fältemissionstekniken är oberoende av storlek och form hos ljuskällan.

LightLab har valt att arbeta med en tydlig patentstrategi för att skydda kritiska teknologier och rättigheter. I dag är bolaget ägare till tjugotvå patent, fördelade över elva olika patentfamiljer. Så sent som i december 2009 beviljade Kinas patentverk patent för lampans anod. Det kinesiska patentet är en del i en patentfamilj som även innefattar patentansökningar i USA, Europa, Indien och Taiwan.

Därutöver har LightLab två PCT-ansökningar och två ansökningar vid det Europeiska Patentverket som behandlar viktiga komponenter i lampan. Dessa lämnades in så sent som i januari i år.

Verksamheten startade redan 1996 då bolaget förvärvade rättigheter, patent och material till forskning. I samband med detta etablerades ett samarbete med Chalmers Tekniska Högskola och verksamheten förlades till högskolans teknikpark. Sedan dess har mer än 170 Mkr investerats i att utveckla en lampa med låg energiförbrukning, utan inblandning av kvicksilver, något som länge efterfrågats men inte funnits tillgängligt på marknaden. Under 2005 genomfördes en omfattande omstrukturering vilket resulterade i dagens LightLab.

LightLab hade även ett samarbete med *Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm, KTH*, där det i första hand bedrevs forskning och utveckling inom biofotonik baserad på zinkoxid och Kvantprickar. Under föregående år etablerades ett gemensamt laboratorium med denna högskola. Samarbetet har i samband med fokuseringen på lampprojektet tills vidare lagts på is.

Ett samarbete finns även med forskargrupper på *Göteborgs Universitet* som omfattar bland annat tillämpningar av zinkoxid i nanostrukturer och magnetiska nanopartiklar.

Tillsammans med *Osram Semiconductors* och fem olika europeiska universitet har LightLab deltagit i ett projekt med målet att utveckla nästa generations lysdioder, LED.

Ytterligare forskning

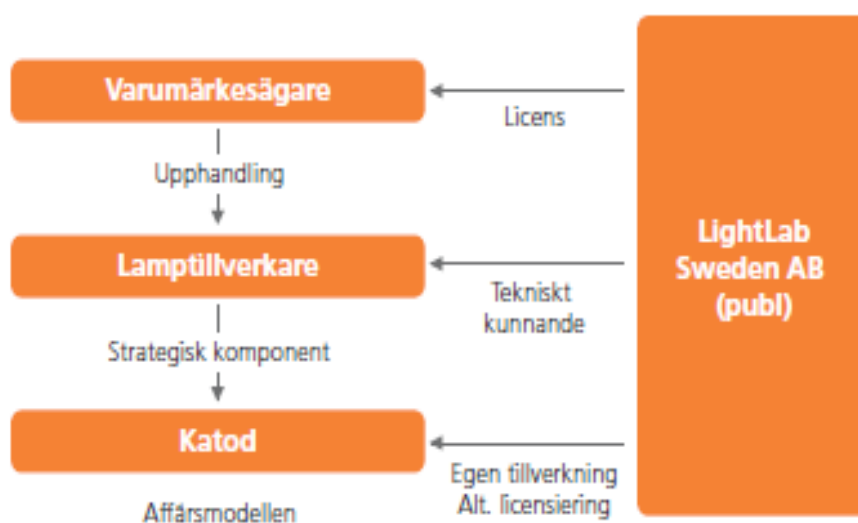
Även om de grundläggande principerna för fältemission och katodluminiscens varit kända länge har den samlade kunskapen kring dessa fenomen varit begränsad. LightLab bedriver därför grundforskning i syfte att kunna utveckla teknologin med målsättning att ta fram en kommersiellt gångbar produkt.

LightLabs ansträngningar har så här långt resulterat i fungerande prototyper som tydligt bevisar att teknologin fungerar. Ljusutbyte, hur starkt lampan lyser, har ökat markant även om förbättringar fortfarande behöver åstadkommas vad gäller energieffektivitet och livslängd.

Under utvecklingen av lampan har flera andra intressanta applikationer och teknologier identifierats. De två områden som LightLab bedömer kan ha störst potential är komponenter för drivelektronik och användandet av ljustekniken för röntgenprodukter.

LightLab har sedan 2005 deltagit i ett EU-finansierat forskningsprojekt kring nästa generations lysdioder som avslutades i mars 2009. *NANDOS (Nanophotonic and Nanoelectronic Devices from Oxide Semiconductors)*.

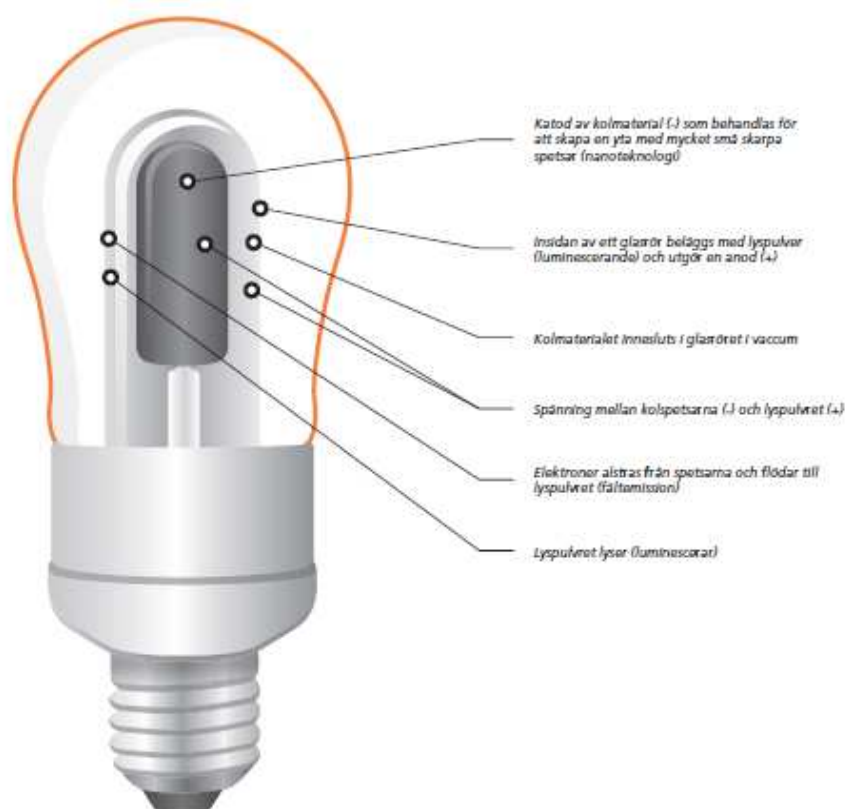
Affärsmodell



LightLab är ett forskningsföretag, där alla resurserna läggs på att utveckla

framtidens energisparlampa. I dagsläget har bolaget inte de finansiella eller personella resurserna för att hantera försäljningsprocessen. Det är inte heller tanken att bolaget skall göra detta, utan affärsmodellen bygger försäljning av licenser till företag på belysningsmarknaden.

Dessa företag ska på så sätt få tillgång till den nya tekniken och kan därigenom erbjuda sina kunder nya och miljövänliga produkter. LightLab avser att behålla kontroll över och leverera den strategiska komponenten – katoden – och kan bistå med teknisk expertkunskap. Licensrättigheterna avses bli direkt kopplade till försäljningsrättigheter och inköp av katoder, vilka LightLab kommer söka behålla kontrollen över.



Marknad

Beräkningar visar att det säljs cirka 28 miljarder glödlampor och 10 miljarder lågenergilampor och lysrör med ett sammanlagt 300 miljarder kronor – varje år. Av dessa säljs varje år fyra miljarder glödlampor i EU. Upp till 75 procent av dessa används i hemmen, resten i företagssektorn. Cirka 80 procent av all belysning i hemmen i dag sker med glödlampor.

En traditionell 60W glödlampa omvandlar 95 procent av energin till värme och endast fem procent till ljus. Således är det sammanlagda energislöseriet betydande. Det är ingen tillfällighet att energirådgivarna rekommenderar övergång till just lågenergilampor. En vanlig glödlampa drar 80 procent mer

ström och räcker betydligt kortare tid än energilamporna.

Med en övergång till energisparande alternativ finns det realistiska möjligheter till kostnadsbesparingar för de europeiska konsumenterna på 5-8 miljarder Euro per år. I Sverige beräknas besparingen uppgå till minst 2 terawattimmar vilket skulle motsvara den energimängd som krävs för att 80,000 svenska villor under ett helt år.

Näringsminister Maud Olofsson ansåg under förra året emellertid att siffran är högre än så. Hon sade att hon ansåg att 4 terawattimmar el kan sparas genom en övergång till andra lampor. Vidare kan detta komma att minska Sveriges koldioxidutsläpp med cirka en miljon ton per år. Indirekt blir den positiva inverkan på miljön ännu större då en stor del av den energi som konsumeras i Sverige kommer från koleldade kraftverk i Danmark.

Att byta ut glödlampor mot lågenergilampor i hela EU beräknas minska koldioxidutsläppen med 15 miljoner ton. Det sparar också 40 terawattimmar el vilket ungefär motsvarar hela Rumäniens energiförbrukning.

Philips, världens ledande belysningsleverantör, uppmanar belysningsbranschen, frivilligorganisationer, energileverantörer och regeringar att gå samman för att inom tio år ersätta glödlampor med de många alternativa energisparlampor som finns tillgängliga på marknaden i dag. En framgångsrik övergång skulle ge ett betydande bidrag till att motverka klimatförändringen och hjälpa oss att uppfylla våra åtaganden enligt Kyotoprotokollet. Vidare anser företaget att dessa diskussioner i Europa borde genomföras inom ramen för EU:s nya ekodesigndirektiv om energiförbrukande produkter (EUP). Resultatet av en sådan gemensam insats skulle stödja EU:s nya energieffektiviseringsplan om att uppnå besparingar på 20 procent till 2020.

Förbud mot traditionella glödlampor

Den 1 januari 2009 Irland blev det första EU-land att förbjuda glödlamporna. Därefter hänvisas konsumenterna till att använda lågenergilampor, lysrör eller lysdioder istället. Miljövännerna applåderade när Irlands regering i december 2008 presenterade planer på att förbjuda all försäljning av traditionella glödlampor. Målet var att spara såväl energi som pengar. Enligt landets miljöminister John Gormley skulle en övergång till energisnålare ljuskällor minska utsläppen av koldioxid med 700 000 ton årligen, samtidigt som hushållens elnota skulle sjunka med 185 miljoner euro.

EU-kommissionen ville först stoppa förbudet med motiveringen att det strider mot konkurrensregler och den fria rörligheten på EU:s inre marknad. Ganska snabbt gjorde emellertid kommissionen en helomvändning. Den har inte bara gått med på Irlands förbud - utan har själv kommit med ett förslag om ett allmänt förbud i EU från 2013.

Förbudet mot glödlampan i EU föreslås införas gradvis. I september förra året

försvann 100 wattslampan och i september i år är det dags för ett förbud mot den klara 75 watts glödlampan. Därefter plockas 60 wattslampor bort och så småningom även de övriga. Efter september 2012 ska bara energilampor finnas till försäljning utom när det gäller de allra minsta lamporna, för till exempel ugnen.

Storbritannien är på väg att få en frivillig uppgörelse mellan ett antal större butikskedjor om att sluta med glödlampsförsäljning från och med 2011, Hollands miljöminister Jacqueline Cramer har uttryckt sitt stöd för en utfasning av glödlamporna fram till 2019 och i Frankrike har presidenten Sarkozy givit ett muntligt stöd för ett förbud mot glödlampor från 2010.

Problem med existerande lågenergilampor

Testfaktas laborietester visar emellertid att vanliga lågenergilampor inte ger utlovat med ljus och dessutom är betydligt mindre funktionsdugliga vid kallt väder.

Sveriges Tekniska Forskningsinstitut (SP) har laborietestat åtta vanliga märken. Resultatet är deprimerande, ingen av de testade lamporna klarade av att ge ett ljusflöde motsvarande en vanlig 60 wattslampa.

Energimyndigheten berättar att det inte finns någon allmänt accepterad standard för lågenergilampor. EU har tagit fram en kravlista. Men den är frivillig, vilket innebär att det är ytterst få länder som följer den. En av förklaringarna är att EU länge haft straffull på energisnåla lampor från Kina, vilket gjort dem dyrare för konsumenterna. Syftet var att skydda tysk industri från dumpning. Den tullen upphörde i oktober 2008, vilket kan komma att öka intresset för en gemensam standard.

En traditionell lågenergilampa innehåller kvicksilver, men kan då den används korrekt, ha en livslängd på 5,000 timmar. Det är fem gånger så mycket som en vanlig glödlampa. Dessutom kan man gå ner i effekt och bibehålla i stort sett samma ljus som från en glödlampa. Dessutom förbrukar den endast 20 procent av effekten i förhållande till glödljus. Problemet är som sagt att dessa innehåller kvicksilver vilket gör dem till ett miljöfarligt alternativ.

Alternativet är halogenlampor, vars sken liknar glödlampans, men endast ger mellan 80 till 90 procent av dess sken.

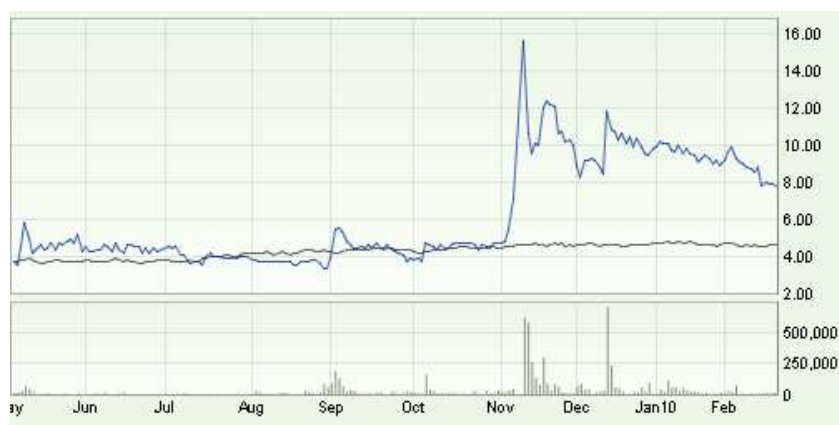


Aktien och emissionserbudandet

Under februari 2010 bytte LightLab handelsplats för bolagets aktie till Nasdaq OMX First North som en följd av de problem som förelåg kring marknadsplatsen NGM.

Innan dess noterades aktien sedan 1998 på nuvarande *Nordic Growth Market, NGM*.

2005 genomfördes ett så kallat omvänt förvärv, varvid dåvarande LightLab förvärvade NSP, Nordic Service Partners, innan verksamheten i det ursprungliga moderbolaget LightLab knoppades av och delades ut till de ursprungliga aktieägarna och listades på *NGM Nordic MTF*. Axier anser att detta är ett bra tecken på att ledningen i bolaget arbetar för att generera mervärden för sina ägare. Summan av dessa transaktioner bidrog med att Lightlab erhöLL aktier i NSP, som vid försäljningen inbringade 7,2 Mkr.



Axier har valt att inte göra någon teknisk analys av LightLab Sweden då vi finner att vi inte har tillräckligt med underlag för att kunna genomföra en tillräckligt bra sådan analys. De tekniska analyser Axier genomför väljer vi uteslutande att göra på större bolag då vi funnit att vårt arbetsätt lämpar sig bäst för dessa bolag.

Ägarstruktur*

Aktieägare	A-aktier	B-aktier	Antal aktier	Antal röster	Kapital, %	Röster, %
Östersjöstiftelsen	0	1 459 590	1 459 590	1 459 590	11,90%	11,77%
Nordnet Pension	0	533 947	533 947	533 947	4,35%	4,30%
Gålstiftelsen	0	364 800	364 800	364 800	2,98%	2,95%
Robur Försäkring	0	361 175	361 175	361 175	2,95%	2,92%
Göran Ehrman	0	314 878	314 878	314 878	2,57%	2,54%
Avanza Pension	0	269 043	269 043	269 043	2,19%	2,17%
SIX SIS AG	0	177 637	177 637	177 637	1,45%	1,43%
Valvia Invest AB	0	121 176	121 176	121 176	0,99%	0,98%
Övriga	15 000	6 192 978	6 207 978	6 342 978	50,62%	51,16%
Pågående emission	0	2 452 556	2 452 556	2 452 556	20,00%	19,78%
Summa	15 000	12 247 780	12 262 780	12 397 780	100,00%	100,00%

* Efter den pågående nyemissionen

** Per den 31 december 2009 kompletterat med de för Axier senast kända uppgifterna Källa: Euroclear (f d VPC)

Axier noterar att det finns stora innehav av den egna aktien hos styrelsen. Vi är positiva till den så kallade pilotskolan, och anser att en VD eller styrelseledamot med ett stort eget ägande gör mer för bolaget än en VD eller styrelseledamot som enbart har en hög lön.

Bland de större ägarna återfinns Axier en del intressanta namn. Vi finner till exempel Gålstiftelsen, en organisation som sedan starten 1830 verkat för att stödja behövande ungdomar.

En annan ägarstiftelse är Östersjöstiftelsen, startad 1994 av den dåvarande regeringen. En av stiftelsens placeringsdirektörer är P-O Edin, med ett förflutet inom politiken och med en öppen inställning till investeringar med högre risk. I just Östersjöstiftelsen finns ett stort antal placeringar som har inriktning på miljön, Det är Axiers åsikt att det inte är en tillfällighet att denna valt att placera en del av sitt kapital i Lightlab.

Bolaget har cirka 4,000 aktieägare i fler än tio länder vilket gör att aktien omsätts regelbundet. Axier skulle vilja att omsättningen ökade och det är därför glädjande att notera att bolagets VD Bo Madsen valt att med regelbundna intervaller besöka bland annat lokala Aktiespararorganisationer runt om i landet för att informera om bolaget och dess verksamhet.

Emissionserbudandet

Pris per aktie: 7,50 kronor

Teckningstid: 11 februari – 25 februari 2010

Optionsvillkor: Två (2) teckningsoptioner berättigar till teckningen av en ny aktie av serie B till kursen 9,50 SEK under perioden 1 till 30 juni 2010.

Beräknat datum för offentliggörande av utfall: 3 mars

Några av LightLabs större aktieägare, ledande befattningshavare och styrelseledamöter har tillsammans med ett garantikonsortium under samordning av G & W Kapitalförvaltning garanterat hela den pågående nyemissionen. Detta betyder att emissionen redan nu är att betrakta som fulltecknad.

Teoretiskt värde teckningsoption

Axier konstaterar att teckningsoptionerna vid tillfället som denna analys skrivs är *out-of-money*, i och med att teckningskursen ligger på 9,50 SEK. vi har därför valt att värdera teckningsoptionen med en justerad *Black-Scholes* formel.

Black-Scholes formel

$$c = SN(d_1) - e^{-rTXN}(d_2)$$

$$p = e^{-rTXN}(-d_2) - SN(-d_1)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (R + \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}}$$

$$\sigma \sqrt{T}$$

och

$$d_2 = \frac{\ln(S/X) + (R + \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}} - \sigma \sqrt{T}$$

$$\sigma \sqrt{T}$$

där

S = Avistakursen på den underliggande aktien

T = Optionens löptid

σ = aktiens volatilitet, egentligen volatiliteten i avkastningen

X = Lösenkursen

Axier väljer att räkna på optionen som om den vore av så kallad europeisk karaktär. Detta är förvisso inte helt korrekt, optionen skall egentligen värderas som en serie amerikanska optioner, men skillnaden i värde är marginell varför vi väljer det andra alternativet.

Vi väljer att räkna med en återstående löptid som uppgår till 90 dagar vilket gör värderingen betydligt enklare. Det skiljer sig på ett antal dagar, men vi är av åsikten att felmarginalen är minimal varför vi väljer att inte ta hänsyn till denna.

Resultatet vi får från denna formel kan numera utnyttjas för att värdera den utestående teckningsoptionen i LightLab Sweden. Formeln ovan tar emellertid inte hänsyn till att det rör sig om en teckningsoption vilket medför en utspädning. För att korrigera detta värde kvoterar vi utspädningen med värdet enligt *Black-Scholes*. Vi måste också ta hänsyn till det tidigare optionsprogrammet som kommer att medföra en utspädning.

Genom utnyttjande av formeln $(1/(1+q))(V_c)$ konstaterar Axier att det korrekta värdet på teckningsoptionen uppgår till 0,38 SEK. Redan här ser vi att det finns incitament till att teckna sig för *units* i emissionen, även om syftet endast är att erhålla vederlagsfria teckningsoptioner. Det höga värdet beror dels på den långa återstående löptiden för optionen, dels av den höga volatiliteten som LightLab Sweden uppvisat under det senaste året, främst till följd av den uppvärdering som skedde under 2009.



Ekonomiska data

Nedanstående ekonomiska data skall tas för vad de är, de bör betraktas såsom historiska, och de säger inget om framtiden eller den potential som finns i LightLabs produkter.

Resultaträkningar i sammandrag*

	2008	2007	2006
Rörelsens intäkter	0	0	0
Rörelsens kostnader	-14 026	-9 951	-10 514
Rörelseresultat	-14 026	-9 951	-10 514
Resultat från finansiella poster	590	116	3 955
Resultat efter finansiella poster	-13 432	-9 609	-5 651
Årets resultat	-13 432	-9 609	-5 651

*Belopp i Tkr

Hittills har LightLab satsat på forsknings- och utvecklingsarbete. Kostnaderna

för denna utvecklingsverksamhet, liksom kostnaderna för immaterialrättsskydd, har kostnadsförts i resultaträkningarna över tidigare räkenskapsår eller skrivits av, då värdet av nedlagt arbete till största delen är avhängigt en framgångsrik kommersialisering. Således har inga immateriella anläggningstillgångar balanserats. Om och när Lightlab börjar tjäna pengar kommer det att få en direkt effekt på resultaträkningen.

Balansräkningar i sammandrag

	2008	2007	2006
Materiella anläggningstillgångar	1603	527	50
Finansiella anläggningstillgångar	5	5	5
Omsättningstillgångar	7403	21 476	8659
Summa tillgångar	9 011	22 008	8 714
Eget kapital	5395	18530	5904
Långfristiga skulder	1469	1469	1470
Kortfristiga skulder	2147	2009	1340
Summa skulder och eget kapital	9 011	22 008	8 714

**Belopp i Tkr*

I de pågående emissionen beräknas LightLab tillföras medel som skall möjliggöra en fortsatt utveckling av energisparlampan. LightLab har för avsikt att fokusera på att förbättra prestandan på de kritiska områdena på denna vilket gör att det kommer att bli lättare att uppnå acceptans från konsumenterna. Axier utesluter emellertid inte att det kommer att krävas ytterligare en emission i framtiden, men då en mindre sådan då bolagets kassa inte tillåter en alltför utdragen forskningsprocess.



Kommande rapporter

LightLab Sweden AB (publ) kommer preliminärt att släppa sin bokslutskommuniké för 2009 den 26 februari 2010. Axier väljer emellertid att inte lägga någon större vikt vid denna, vi vet att LightLab är ett forskningsföretag och rapporten kommer att visa på ett minus.

Ett bolag som LightLab kan inte annat än att redovisa röda siffror i denna rapport. Däremot tror vi att det kan komma pressmeddelanden under tiden, och att det är dessa som kan bidra till en positiv kursutveckling i aktien.

Styrelse och ledning

Sedan mars 2008 har LightLab en helt ny styrelse, något som Axier anser att bolaget kunde ha marknadsfört betydligt hårdare. Vi är av uppfattningen att det är en synnerligen väl sammansatt styrelse, och att denna inte betraktar sitt uppdrag som en sinekur.

Styrelseklubban fattas av Erik Åsbrink, före detta finansminister och ordförande i Riksbanksfullmäktige. Utöver detta har denne en rad tunga befattningar i svenskt näringsliv. Ett intressant uppdrag är till exempel dennes ordförandeskap i Återvinningsindustrins Branschförening. Denne förstår därmed de problem som diskuteras kring återvinningsproblematiken av de traditionella glödlamporna. Att denne sedan har ett mycket gott kontaktnät inte bara i Sverige, utan även ute i Europa ser inte Axier som en nackdel.

Bland de övriga ledamöterna återfinns vi för ALMI företagspartner Stockholm, Christer Lindberg och Björn Karlsson, professor i Energisystem vid Linköpings Tekniska Högskola. Denne är även initiativtagare till Energisystem vid samma utbildningsanstalt.

Fram till för ett år sedan kompletterades styrelsen av Matilda Dahl är verksam vid Södertörns Högskola, och således en av de personerna som har en indirekt koppling till stiftelsens verksamhet även om det inte är direkt uttalat att hon företräder denna stiftelse. Att hon sedan forskar har en doktorstitel och forskar i företagsekonomi vid samma högskola såg vi enbart som positivt för bolaget.

Axier beklagar att hon valde att inte ställa upp till omval, men vi ser istället att LightLab har ersatt henne med Kristina Fahl, en kvinnlig jurist med ett mycket starkt nätverk i Göteborgs finansiella kretsar. I dag sitter hon bland annat i styrelsen för StrategiQ Fondkommission och Connect Väst. Det som emellertid kittlar Axiers analytiker är hennes roll som ledamot i Lumenradio, ett bolag som utvecklar nästa generations trådlösa teknik för belysningsindustrin. Deras första produktlinje för OEM-marknaden släpptes så sent som förra året. LumenRadios produkter har en unik lösning för skalbarhet och samexistens med andra trådlösa teknologier.

Slutligen återfinns Axier en gammal bekant i styrelsen, Jan-Olof Hersler. Denne har ett förflutet inom industrin, men valde sedan att arbeta med olika typer av corporate finance uppdrag, bland annat på Aragon Securities. I dag arbetar

denne i Apex Corporate Finance samt innehar ordförandeposten i Devicom (DEVI Aktietorget). Axier har ett mycket gott förtroende för Hersler, och vi ser det som en styrka att bolaget valt att ha en medlem med direkt anknytning till finansmarknaden i sin styrelse. Då bolaget i dag är beroende av emissionskapital ser Axier det som en fördel med en person som förstår sig på kapitalmarknaden och vet hur ett marknadsnoterat företag skall kommunicera med sina aktieägare.

Som vanligt reagerar vi på att bolagets VD sitter i styrelsen. Axier tycker inte att VD har där att göra, eftersom det i vissa fall är så att styrelsen skall kunna diskutera dennes arbete, vilket kan bli svårt då denne sitter med. Å andra sidan är LightLab ett litet bolag, och att tillsätta en ny styrelseledamot för att ersätta VD är en omständlig process. Denne tillför dessutom kontinuitet i bolaget. På sikt vill Axier emellertid se en annorlunda lösning, framförallt då försäljningen kommer igång.

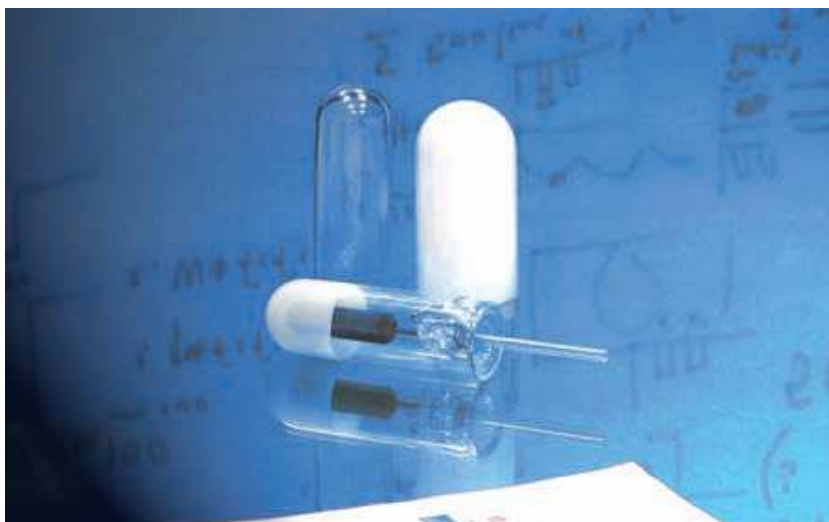
Risker och möjligheter

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av bolagen som finns noterade på de mindre listorna beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information.

Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor spread. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar.

Den risk Axier ser är att bolagets prognoser varit alltför förhoppningsfulla. Axiers erfarenhet säger att det aldrig går som planerat med en ny produkt, det uppstår alltid problem under resans gång. Vi ser å andra sidan också hur ett nytt patent, eller delgodkännande ökar aktiemarknadens intresse. Senaste i december såg vi att aktiekursen steg kraftigt efter att bolaget släppt nyheten att Kinas patentverk har beviljat patent för lampans anod. Risken är således också en möjlighet.

En placerare som väljer att investera i LightLab bör tänka på att det är synnerligen svårt att bedöma tidpunkten för lampans introduktion på marknaden. Bakslaget med ljusutbytet kan betyda att det tar längre tid än beräknat innan lampan finns tillgänglig till försäljning, men också att det går snabbare då bolaget tvingas byta strategi och prova helt nya spår.



Belysningsmarknaden kännetecknas av två sedan länge accepterade och beprövade tekniska lösningar för att alstra ljus, glödlampan och lysröret. På senare år har alternativa lösningar baserade på lysdioder utvecklats.

LightLab gör bedömningen att konkurrensen kommer styras av de olika teknologier för allmänbelysning som finns eller som är under utveckling. LightLabs bedömning är att de flesta aktörerna väntas lägga tonvikt vid lösningar som baseras kring LED vilket skulle gynna bolaget.

LightLab har även andra ben att stå på, till exempel inom det medicinska området. Axier gör bedömningen att denna marknad är betydligt mindre, men att marginalerna i gengäld är större. En lyckad kommersialisering på detta område leder ganska omgående till att förstärka bolagets kassa.

En ökad miljömedvetenhet väntas även fortsättningsvis prägla marknadens utveckling och bedöms i allt större utsträckning vara det sätt genom vilket marknadsaktörerna kan utmärka sig och differentiera sig. Här ser Axier en stor möjlighet för LightLab eftersom de huvudsakliga miljöargumenten som ofta framförs är behovet av att minska koldioxidutsläppen och att begränsa mängden kvicksilver i omlopp.

Även de konventionella lågenergilamporna anses vara miljöfarliga då de innehåller kvicksilver. Under de senaste åren har politiker och beslutsfattare i ökande omfattning uppmärksammat riskerna med fortsatt användning av denna teknik. För närvarande finns dock inga praktiska alternativ på marknaden som kan uppfylla kraven både vad gäller låg energiförbrukning och avsaknad av kvicksilver. Kan Lightlab visa att bolagets produkt är kommersiellt gångbar har den därmed ett indirekt stöd från dessa beslutsfattare.

EU har beslutat att gradvis fasa ut och förbjuda försäljning av traditionella glödlampor. Det främsta argumentet för ett förbud, trots att alternativen i form av traditionella lågenergilampor innehåller kvicksilver, är att den el som sparas till stora delar genereras med fossila bränslen vilket inte bara innebär minskade koldioxidutsläpp utan även att utsläppen av kvicksilver som frigörs vid

förbränningen minskas. Ett förbud kommer att öka intresset för LightLabs lampa då bolaget med sina långa forskningshistorik har ett försprång gentemot konkurrenterna.

Axiers bedömning

Den fundamentala analysmodell som Axier helst använder sig av bygger på att summera och nuvärdesberäkna de framtida beräknade kassaflödena. Problemet med ett förhoppningsbolag, vars produkter ännu inte finns tillgängliga på marknaden, är att det är ytterst svårt att göra en bedömning av de framtida intäkterna. I LightLabs fall är det dessutom ännu svårare, eftersom bolaget är beroende av att det licensierar ut sitt patent. Bolaget styr alltså inte själva försäljningsprocessen, det gör licenstagare och partners.

Att beräkna sannolikheten för att LightLab skall klara av att kommersialisera lampan är något som vi inte vågar oss på. Vi anser däremot att om bolaget lyckas med detta är intäktpotentialen enorm.

Ingen av de traditionella modeller Axier använder sig av är direkt tillämpliga för att värdera LightLab. Att använda sig att en *p/e-talsvärdering* låter sig inte göras, inte då bolaget redovisar röda siffror. Axier anser emellertid att en sådan modell är alltför statisk för att värdera tillväxtbolag – oavsett om de visar röda eller svarta siffror. Av denna anledning faller även möjligheten att värdera bolaget enligt en så kallad *PEG-modell* eftersom tillväxten beräknas komma först om ett par år, i samband med att licensiering av bolagets patent sker.

Inte heller en *price/sales* värdering är möjlig då LightLab i dag inte fått fatt på sin försäljning. Siffran skulle enligt denna modell bli irrelevant eftersom bolagsvärdet delas med noll. I och med en icke-existerande försäljning innebär det vidare att det inte går att göra en *DCF-analys* som ger riktiga värden. Självklart skulle vi kunna estimerar framtida kassaflöden, men Axier anser att detta skulle innebära allt för mycket av en gissning för att det skall anses vara meningsfullt.

Axier är av den uppfattningen att bolagets verksamhet är att betrakta som binär, men med en möjlig option i form de enskilda komponenterna som har utvecklats i samband med lampans utveckling. LightLab menar att teknologin, med viss modifikation kan användas till såväl drivelektronik och röntgenprodukter som båda har en möjlig kommersiell potential. I och med detta finns ett visst golv i den risk en placerare tar då denne väljer att investera i bolagets aktie.

Det är Axiers åsikt att riskerna i bolagets verksamhet motiveras av det potentiellt höga marknadsvärde som ett tekniskt genombrott kan innebära. Lyckas bolaget kommer det aldrig mer att behöva vända sig till sina aktieägare annat än för att distribuera utdelningar.

Även om bolaget inte skulle klara av att ta sin lampa hela vägen till kommersiell

fas, ser Axier ett antal *triggers* som gör att vi tror att bolaget är undervärderat.

Bolaget har i dag ett antal patent. De 170 miljoner kronor som investerats i denna forskning har ett värde, särskilt i dag då marknaden skriker efter alternativ till lampor med kvicksilver. Forskningen som ligger till grund för dessa patent skulle således kunna säljas till en annan aktör. Värdet skulle då bli mindre än vad de skulle komma att utgöra vid en lyckad kommersialisering men de borde ändå kunna bli betydande.

Bolagets ledning genomförde för ett par år sedan det omvända förvärvet av snabbmatskedjan NSP. I samband med detta erhöll bolagets aktieägare aktier i NSP samtidigt som de behöll sina aktier i LightLab. Dessutom gav denna transaktion intäkter om 7,2 Mkr till bolaget. Orsaken till detta är att bolaget har ett mycket stort antal aktieägare, vilket gör det till en intressant part för ett bolag som önskar ta sig in bakvägen på börsen. Även om tiderna nu är betydligt sämre än för ett par år sedan är det inte orimligt att anta att LightLab kommer att kunna genomföra liknande transaktioner framgent.

Lägg därtill bolagets stora skattemässiga underskott, något som gör att bolaget vid en lyckad kommersialisering minimerar skatteeffekterna. Axier ser således att det finns faktorer som marknaden inte tar hänsyn till i samband med värderingen av aktien.

Att EU bidragit med finansiella medel till bolagets projekt torde dessutom utgöra ett tecken på att LightLab är på gång åt rätt håll. Trots dessa punkter konstaterar Axier att det kommer vara synnerligen svårt att sätta en riktkurs i kronor på detta företag. Vi ser redan nu att aktiens framtida kursutveckling kommer att vara synnerligen nyhetsdriven. Det kommer att räcka med att bolaget kommunicerar ett avtal varvid kursen raskt **kan komma att dubblas**. För den placeraren som är beredd att acceptera en hög risk kan således en investering i LightLab vara **en mycket bra placering**. Vi är emellertid av åsikten att om bolaget lyckas så kommer det att visa sig att belöningen vida överstiger risken i aktien. Rekommendationen blir således att teckna sig för aktien, utan stöd av teckningsrätter.



**Axier Equities har av styrelsen i LightLab Sweden AB (publ) anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacering och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

Ingen av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i LightLab Sweden AB (publ). Samtliga eventuella förändringar av innehav i LightLab Sweden AB (publ) kommer att rapporteras löpande.

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys

Axier Equities analytiker eller frilansande analytiker kan innehålla värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.