

# Disruptiv uppstickare på en miljardmarknad



## Luxbright

28 juni, 2023

**Det disruptiva teknikbolaget Luxbright AB ("Luxbright" eller "Bolaget") demokratiserar röntgenbranschen genom att erbjuda kostnads- och produkt effektiva lösningar inom användningsområden där det finns ett tydligt behov, men där det historiskt inte har varit möjligt för vissa aktörer att kunna tillämpa en sådan teknik till en hållbar prisbild. Just nu pågår en verifiering av Bolagets tillverkningsprocess för den första M-serien och när denna har genomförts räknar vi med stora synergier vid kalibreringen av den efterföljande FM-serien, vilken kan komma att bidra till ett tekniskt genombrott i den annars innovationsfattiga röntgenbranschen. Luxbright är enligt oss en tydlig förvärvskandidat och till nuvarande bolagsvärdering om 56 MSEK ser vi ett attraktivt investeringsfall.**

### Om Luxbright

Röntgenteknologi har funnits länge, närmare bestämt sedan slutet av 1800-talet, och genom ny teknik kan Luxbright förädla och förbättra befintliga röntgenlösningar. Med den kommande FM-serien, vilken är baserad på kalkkatod som utgör den nya tidens röntgenrör, kan Luxbright dessutom bli en *Game Changer* inom industrin. Luxbrights röntgenrör utgör ett kraftfullt, stabilt och kostnadseffektivt alternativ till konventionella röntgenrör, där tekniken erbjuds i tre primära marknadssegment:

- Industriell oförstörande provning (OFF)
- Säkerhetsindustrin
- Medicinsk radiologi

Luxbright har strategiska kunder och samarbetsavtal med globala tillverkare av röntgenutrustning och generatorer inom samtliga av dessa segment och Bolagets vision är att kunna erbjuda de mest efterfrågade lösningarna för röntgenstrålning.

Luxbrights rör är i hög grad konstruerade utifrån standardkomponenter vilket gör att de enkelt kan installeras i redan befintliga röntgenmaskiner, vilket därmed sänker införsäljningsströklarna. Det innebär dessutom att tekniken kan erbjudas till en lägre prisbild, vilket skapar en större målgrupp av potentiella kunder. Vi föreställer oss ett litet- till medelstort företag verksam inom 3D-printning, en marknad som växer explosionsartat. Anta att företaget i fråga massproducerar material för sportskor som möjliggör en mer skraddarsydd sko för användaren, där slutkunden är en konsument och mellan 3D-företaget och denne finns en rad av grossister, butiker och fraktbolag. Det säger sig självt att 3D-företagets produktionsprocess måste vara säkerställd och värdet av att tidigt kunna upptäcka t.ex. sprickor eller kaviteter i det 3D-printade materialet för att kunna åtgärda detta, att jämföra med att i efterhand behöva återkalla felaktiga och redan levererade produkter till marknaden, är minst sagt stort. Här skulle röntgen kunna spela en viktig roll men till följd av att traditionella lösningar ofta kräver stora investeringar, saknar många företag denna möjlighet och måste därför istället bära en högre produktionsrisk. Med Luxbrights teknik behöver detta inte längre vara fallet.

*Luxbrights M-serie, vilket är den första produktserien, är baserad på en konventionell varm filamentkatod, där Bolagets teknik möjliggör en högre bildupplösning jämfört med andra konventionella röntgenrör på marknaden. M-serien utgör grunden i produktportföljen, där Luxbright parallellt utvecklar FM-serien som baseras på kalkkatod, vars teknik har ytterligare konkurrensfördelar.*

**LUXBRIGHT**



### Arbetar med två typer av röntgenrör

Då mikrofokusrören (M-serien) i hög grad består av standardkomponenter möjliggörs en *plug-and-play*-lösning som underlättar försäljningsarbetet. För kalkkatodrören (FM-serien) räknar vi med att Luxbright söker en partner inom röntgenindustrin där rören kan bundlas direkt med dennes produkt. I ett sådant scenario skulle en kraftig volymförsäljning av FM-serien vara möjlig.

### Fördel på hemmaplan genom Made in Sweden

Luxbright hade tidigare sin produktion i Kina men sedan 2022 har Bolaget flyttat hem hela verksamheten till Sverige. Strategin *Made in Sweden* har gett Luxbright ovärderliga fördelar i att kunna säkerställa en välfungerande produktionsprocess på hemmaplan, vilket även har minskat den operativa risken då Luxbright inte längre är lika exponerade mot makro- och geopolitiska faktorer.

### Tydlig förvärvskandidat

Inom röntgenindustrin är det vanligt med samarbeten, samgåenden och uppköp. Vi ser det som tänkbart att en större branschaktör skulle vilja förvärva Luxbright med motiveringen att få tillgång till Bolagets teknik för att därigenom kunna komplettera sin egen produktportfölj. Desto fler operativa steg som Luxbright tar i rätt riktning - desto högre kan ett bud komma att bli.

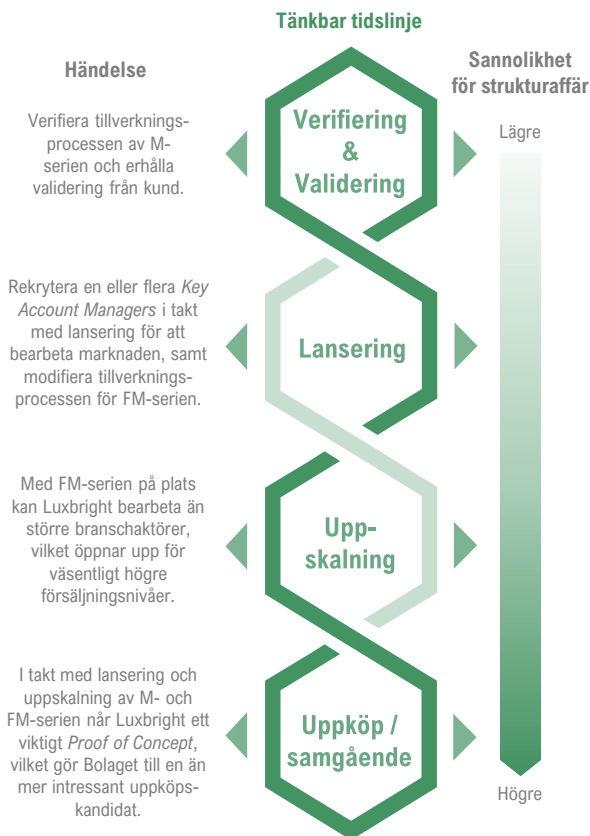
Fram tills omkring år 2016/2017 drevs Luxbright i mångt och mycket som en ren forskningsorganisation med målet att utveckla ett tekniskt- såväl som kostnadsmässigt mer effektivt röntgenrör. Sedan dess har organisationen gått från forskningsbolag till ett tillverkande sådant och byggt upp ett team och en styrelse med ett starkt strukturkapital, där Luxbright idag har den samlade industriella erfarenheten som krävs för en framgångsrik *Go-to-Market*. Luxbright adresserar ett flertal stora kunder vilka generellt har trögrörliga beslutsprocesser, vilket innebär långa införsäljningstider. Fördelen med detta är dock att när väl Luxbright har tagit klivet över tröskeln så tenderar samarbetena att bli långsiktiga, med bra volymer. För Luxbrights del handlar det därmed inte om en kvantitativ försäljningsstrategi, utan snarare om en kvalitativ sådan. Det gör att Luxbright kan verka med en mindre organisation, men som i sig måste inneha ett högt *Know How* – vilket vi med hänsyn till befintligt strukturkapital anser finns på plats.



**”Luxbright skulle enbart kunna utveckla och kommersialisera det kallkatod-baserade röret och FM-serien med hjälp av finansiering från riskkapital, vilket i sig självt skulle utgöra en attraktiv investeringsmöjlighet. Luxbright har dock även sina mikrofokusrör med M-serien som bottenplatta, vilken på stand-alone basis kan uppvisa god tillväxt och lönsamhet. De framtida kassaflödena från M-serien kan således finansiera FM-serien organiskt, vilket därmed blir en betydligt mer attraktiv finansieringsmetod. Som aktieägare blir denne därmed exponerad mot både M- och FM-serien, vilket ökar möjligheten till en högre avkastning”,** säger ansvarig analytiker på Analyst Group.

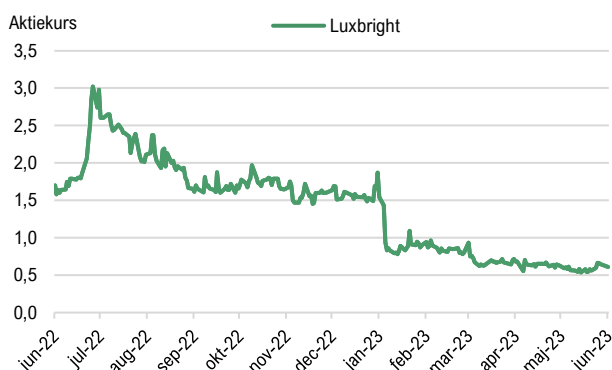
En investering i Luxbright kan således ses som en satsning på att 1) kommersialiseringen av mikrofokusrören (M-serien) lyfter, vilket i sig kan bli en bra affär, samt att 2) detta skapar bra förutsättningar att skala upp kallkatod-delen (FM-serien), vilket kan komma att resultera i än högre ekonomiska värden. Vad som är intressant är att Luxbright inte nödvändigtvis behöver nå en tidpunkt där

den rapporterade nettoomsättningen når vad som kan anses vara ”höga” nivåer innan andra branschaktörer kan visa ett ökat intresse för Luxbright. Inom röntgenindustrin är förvärv ett mycket vanligt förekommande och stora aktörer tjänar ofta mer på att förvärva mindre företag som uppvisat ett *Proof of Concept* och har stor marknadspotential, istället för att själva, i egen regi, utveckla innovativa tekniker. Detta har lett till att många små, snabba och riskvilliga företag levererar bevisade och relativt billiga teknikprojekt, som de stora aktörerna sedan köper upp. Vi ser det som tänkbart att Luxbright kan vara ett sådant projekt och att det därmed skulle kunna resultera i ett uppköp eller samgående.



### Nyckeldata per 2023-06-27<sup>1</sup>

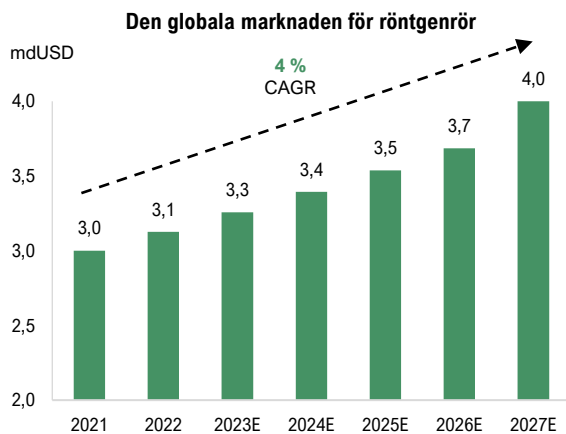
Senast betalt (SEK)	0,61
Antal aktier (st.)	92 216 516
Börsvärde (MSEK)	56,3
Nettokassa (MSEK)	24,2 <sup>1</sup>
EV (MSEK)	32,1
Lista	Nasdaq First North
VD	Mats Alm



<sup>1</sup>Baserat på utgående kassa december 2022 samt nettolikviden från företrädesemissionen under mars 2023.

## Marknadsanalys

Den totala marknaden för röntgenrör beräknades till ca 1,7 miljoner röntgenrör, motsvarande ca 3 miljarder dollar, under år 2021. Röntgenrörsmarknaden förväntas ha en stabil tillväxt under den kommande femårsperioden med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om ca 4 % fram tills år 2027. Marknadsvärdet förväntas då uppgå till närmare 4 miljarder dollar.<sup>1</sup>

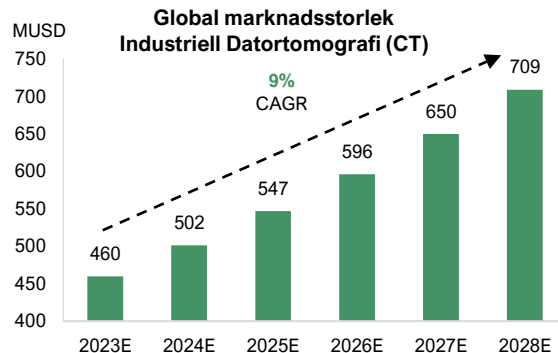


### Luxbright skapar en ny marknad

En viktig aspekt att beakta är att Luxbright de facto kan skapa helt nya marknader bestående av aktörer som inte tidigare har varit relevanta som målgrupp vad gäller röntgenteknik. Genom att erbjuda dels standardbaserade lösningar, dels mer kostnadseffektiva sådana, kan allt fler företag komma att använda röntgen där det tidigare inte har varit möjligt ur ett ekonomiskt perspektiv. Som nämnt tidigare demokratiserar Luxbright röntgenindustrin vilket innebär att små- och medelstora bolag som inte tidigare har kunnat köpa in röntgenrör och/eller röntgenlösningar för att de ej haft råd, nu kan göra det. Eftersom en helt ny målgrupp kan skapas så finns inga historiska marknads-siffror eller estimat vad gäller framtida marknadstillväxt för dessa kunder, men enligt Analyst Group bör det vara rimligt att anta att marknadsstorleken blir minst sagt omfattande och att redan vid en mindre andel bör Luxbright kunna nå höga försäljningsnivåer.

### Industriell datortomografi

Ett väl etablerat område som Luxbright kommersiellt förväntas att vara aktiva inom är s.k. industriell datortomografi (CT), en marknad som estimeras att växa från 460 miljoner dollar år 2023 till 709 miljoner dollar år 2028, motsvarande en CAGR om ca 9 % under prognosperioden.<sup>2</sup> **Industriell datortomografi är en teknik** som används för att skapa detaljerade tredimensionella bilder av interna strukturer och komponenter hos objekt. Den bygger på principen om röntgenstrålning och datortomografisk rekonstruktion för att generera dessa bilder. Industriell datortomografi möjliggör inspektion och analys av både yttre och interna egenskaper hos olika typer av material och komponenter.



Efterfrågan av industriell datortomografi drivs av ett flertal faktorer:

- Industriell datortomografi erbjuder icke-destruktiva testningsmöjligheter, vilket möjliggör inspektion av interna strukturer och komponenter utan att skada dem. Detta är särskilt viktigt inom industrier som flyg- och rymdteknik, fordonsindustri, elektronik, medicinteknik och tillverkning där kvalitetskontroll och säkerhet är avgörande. Den växande efterfrågan på icke-destruktiva testningslösningar förväntas utgöra en stark tillväxt drivare inom marknaden för industriell datortomografi.
- Teknologiska framsteg vad gäller skanningssystem, inklusive förbättringar av bildupplösning likt det Luxbright kan erbjuda, skanningshastighet och programvarukapaciteter, har utvidgat tillämpningarna av industriell datortomografi. Dessa framsteg har gjort tekniken mer effektiv, exakt och tillgänglig, vilket gjort den mer applicerbar inom fler branscher.
- Flera industrier har strikta krav på kvalitetskontroll för att säkerställa tillförlitlighet och säkerhet hos sina produkter. Industriell datortomografi möjliggör noggrann dimensionell analys, detektion av defekter och inspektion av interna strukturer, vilket gör det till ett värdefullt verktyg för kvalitetskontroll och inspektionsprocesser.
- 3D-printing blir allt vanligare inom olika branscher. Industriell datortomografi spelar en viktig roll inom kvalitetskontroll och validering av 3D-skrivna delar och komponenter. Den möjliggör inspektion av komplexa interna geometrier, detektion av defekter och verifiering av dimensionell noggrannhet.
- Den globala marknaden för elektriska fordon estimeras växa med en CAGR om 26 % mellan 2019 och 2026, för att då nå en storlek om 568 miljarder dollar.<sup>3</sup> Detta skapar en hög efterfrågan av litiumbatterier, där röntgenteknik kan användas för att inspektera batterierna under tillverkningsprocessen för att upptäcka defekter, t.ex. luftfickor, felaktiga placeringar eller främmande föremål inuti battericellerna. Detta hjälper till att säkerställa kvaliteten och tillförlitligheten hos batterierna innan de installeras i ett elfordon.

<sup>1</sup>Mordor Intelligence, X-ray Tube Market – Growth, Trends, Covid-19 Impact, and Forecast, 2023-2028

<sup>3</sup>EV Update Media, Global Electric Vehicle Market 2019-2026

<sup>2</sup>Mordor Intelligence, Industrial Computed Tomography Market Analysis, 2023

## Värderingspotential

I dagsläget finns det framförallt två relevanta och börsnoterade branschaktörer att jämföra Luxbright med; israeliska **Nanox** och australienska **Micro X**. Båda företag använder sig av kallkatod i sina produkter och saknar därmed den mikrofokusdel som Luxbright innehar. Likväl anser vi att i den noterade miljön så är Nanox och Micro X bra jämförelsebolag till Luxbright.

Nanox är primärt inriktade på att tillämpa sin egenutvecklade medicinska bildbehandlingsteknologi och lösningar för att göra diagnostisk medicin mer tillgänglig och prisvärd över hela världen. Nanoxs vision är att öka tillgången, minska kostnaderna och förbättra effektiviteten av rutinmässig medicinsk bildbehandlingsteknologi och processer, för att möjliggöra tidig upptäckt och behandling och därmed hjälpa människor att uppnå bättre hälsoreultat och, i slutändan, för att rädda liv. Nanox är noterade på Nasdaq och per den 27 juni 2023 hade företaget ett börsvärde (Market Cap) om 8,7 miljarder kronor. Under år 2022 uppvisade Nanox en nettoomsättning om 91 MSEK.

Micro X har utvecklat röntgenrör som är användarvänliga med hög skalbarhet och en stabilare samt längre livslängd. Micro X ser sig själva som en utmanare och uppstickare mot mer traditionella branschaktörer, med förutsättningarna att skapa nya möjligheter och applikationsområden för industrier över hela världen. Micro X är noterade på australienbörsen och per den 27 juni 2023 hade företaget ett börsvärde om 440 miljoner kronor. Under år 2022 uppvisade Micro X en nettoomsättning om 96 miljoner kronor.

Efter att undersökt Nanox och Micro X anser vi att vår tes om att Luxbright är undervärderade har stärkts. Luxbright står fortfarande inför sitt kommersiella genombrott varför Bolaget i dagsläget inte uppvisar någon försäljning. Likväl menar vi att det ändå är möjligt att härleda ett tänkbart värde av aktien redan innan Luxbright har börjat uppvisa försäljningssiffror. Vi gör det genom att härleda ett underliggande värde av den teknik och det strukturkapital som Luxbright har utvecklat över tid, baserat på en tillämpad kostnadsmetod som utgår från de ackumulerade investeringarna som Luxbright har gjort. Vi väljer att utgå från 2017 som startår då detta kan anses vara det år då Luxbright lämnade stadiet som forskningsbolag och blev ett tillverkande utvecklingsbolag. Summan av de totala investeringar som Luxbright har gjort sedan dess kan ses som en illustrativ totalkostnad för att utveckla den produktportfölj och skaffa sig det strukturkapital som Luxbright besitter idag, vilket också skulle kunna ses som den prislapp en tredje part hade varit tvungen att *minst* betala för att utveckla en liknande teknik på egen hand. Det ska dock noteras att alla investeringar som Luxbright har gjort genom åren inte nödvändigtvis har varit värdeskapande, men vi anser ändå att det ger en form av fingervisning. Från 2017 fram tills 2022 har de totala investeringarna i Luxbright uppgått till ca 122 MSEK, vilket utgörs av det ackumulerade kassaflödet från Bolagets rörelse och investeringsverksamhet, d.v.s. vi definierar "investeringar" som det totala beloppet som Luxbright har kostnadsfört när det kommer till OPEX såväl som CAPEX-investeringar.<sup>1</sup> Den ackumulerade summan om 122 MSEK indikerar därmed ett värde per aktie på 1,3 kr, exklusive en tidsmässig premie för den totala utvecklingsperioden. Vad en sådan premie uppgår till är svårt att härleda men borde i vilket fall som helst motivera en ännu högre värdering av Luxbright idag.

**Sammanfattningsvis** ser vi Luxbright som en disruptiv uppstickare som har förutsättningarna att demokratisera en miljardmarknad. Under de kommande kvartalen räknar vi med att Bolaget kan fortsätta att uppvisa operativa framsteg där varje kliv är ett steg i riktningen mot en bredare lansering och högre volymförsäljning. I ett sådant skede ser vi även att sannolikheten för en attraktiv transaktionsmöjlighet ökar, t.ex. ett uppköp eller ett samgående, vilket potentiellt komma att generera bra avkastning för aktieägarna.



**MICRO-X**

**LUXBRIGHT**

**8,7**  
mdSEK

Bolagsvärdering

**91,0**  
MSEK

Försäljning 2022

**440,1**  
MSEK

Bolagsvärdering

**95,5**  
MSEK

Försäljning 2022

**56,3**  
MSEK

Bolagsvärdering

**N/A**

Försäljning 2022

## Disclaimer

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 vara 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. Läsare kan anta att Analyst Group har mottagit ersättning för att framställa denna analysartikel.

### **AG Equity Research AB**

Riddargatan 12B  
114 35 Stockholm

Telefon: 08-410 112 15  
E-post: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Hemsida: [www.analystgroup.se](http://www.analystgroup.se)

Org.nr: 556999-0939

Analyst Group är ett växande analyshus med fokus på små- och microcap-bolag i Sverige. Sedan vår start år 2014 har vi utvecklat en djupgående kunskap och erfarenhet av att analysera och erbjuda aktieanalyser, samtidigt som vi hjälper företag att förbättra sina investerarrelationer för ökad förståelse och transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.