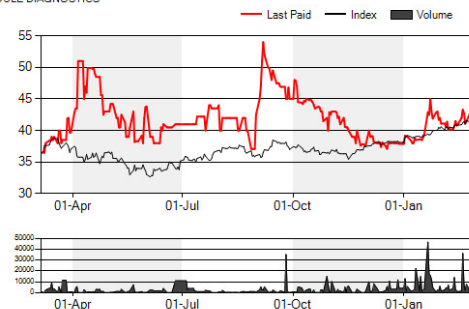
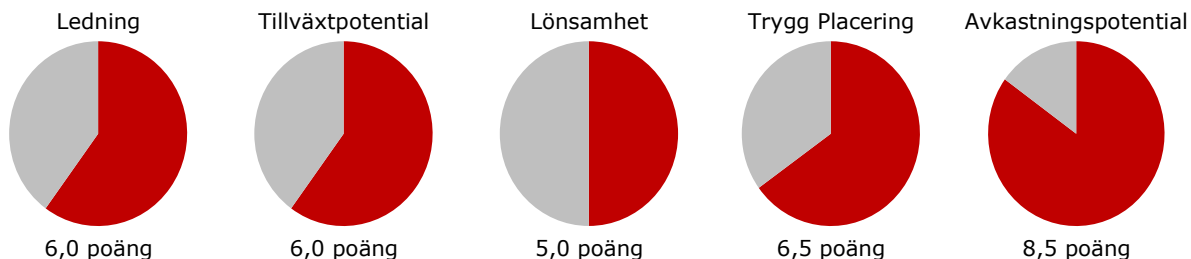


Sammanfattning
Boule Diagnostics (BOUL.st)
PoC – Var god dröj!

- Boule avslutade 2012 med en stark rapport som på samtliga punkter, utom VPA, överträffade våra estimat. Högre omsättning och bättre bruttovinst kompenserade för högre rörelsekostnader. Vi tycker det var starkt av bolaget att överträffa Q4 2011 som i sig var ett mycket starkt kvartal.
- Från ingenstans kom dock informationen om att PoC-projektet stött på tekniska svårigheter och att det inte kommer bli någon lansering inom veterinärsegmentet under 2013. Även humanområdet kan komma att påverkas
- Vi anser att risken i PoC-projektet ökat väsentligt och sätter därför en sannolikhetsfaktor på detta projekt framöver. Våra beräkningar visar dock att även om vi tar bort PoC-projektet helt, så finns en bra potential i Boule-aktien. Vårt nya fundamentala värde är 80,9 kr per aktie, ett snitt av tre värderingsmetoder.

Lista: Small cap
 Börsvärde: 193 MSEK
 Bransch: Life Science
 VD: Ernst Westman
 Styrelseordf: Lars-Olof Gustavsson

BOULE DIAGNOSTICS


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2010	2011	2012	2013e	2014e	Fakta	
Omsättning, MSEK	229	246	275	287	317	Aktiekurs (SEK)	41,1
Tillväxt	31%	7%	12%	4%	11%	Antal aktier (milj)	4,7
EBITDA	26	19	23	25	36	Börsvärde (MSEK)	193
EBITDA-marginal	11%	8%	8%	9%	11%	Nettoskuld (MSEK)	-5
EBIT	20	17	20	22	29	Free float (%)	0,0
EBIT-marginal	9%	7%	7%	8%	9%	Dagl oms. ('000)	0
Resultat före skatt	18	17	20	23	30	Analytiker: Peter Östling peter.ostling@redeye.se	
Nettoreultat	18	10	11	16	20		
Nettomarginal	8%	4%	4%	5%	6%	Klas Palin klas.palin@redeye.se	
Utdelning	0,0	0,0	0,5	0,5	0,6		
VPA	3,78	2,14	2,33	3,35	4,31		
VPA just	3,78	2,14	2,33	3,35	4,31		
P/E just	10,9	19,2	17,6	12,3	9,5		
P/S	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6		
EV/S	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6		
EV/EBITDA just	7,8	8,8	8,7	7,6	5,2		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok specificeras på ett standardiserat sätt vad som krävs för varje enskilt faktorbetyg. I vissa fall kan en faktor viktas mer/mindre om den anses extra viktig/oviktig. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng (full cirkel=röd cirkel). Minpoängen är 0 poäng (tom cirkel=grå cirkel). Det är alltså det sammanlagda betyget som ligger till grund för Redeyes Rating av aktien, inte de individuella faktorbetygen.

Ledning

De faktorerna som utgör bedömning av ledningen är 1) historik, 2) branscherfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Tillväxtpotential

De faktorerna som utgör bedömning av tillväxtpotential är 1) marknadsstorlek, 2) marknadstillväxt, 3) samarbeten, 4) produkt differentiering och 5) konkurrenssituation. Kriterierna väger lika tungt i den sammantagna bedömningen av värderingsnyckeln tillväxtpotential.

Lönsamhet

De faktorerna som utgör bedömning av lönsamhet är 1) stabil vinstutveckling, 2) bruttomarginal, 3) EBIT-marginal och 4) avkastning på eget kapital. Faktorn stabil vinstutveckling viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) oberoende av enstaka händelser, 2) finansiell situation, 3) ägarstruktur, 4) konjunktürkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunktürkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Avkastningspotential

De faktorerna som utgör bedömning av avkastningspotential är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers, 5) upptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, upptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

Q4: Varannan damernas

Stark omsättning och starkt resultat i Q4

Rapporterna under 2012 har följt ett speciellt mönster; stark tillväxt i omsättningen i varje kvartal men rörelseresultatet har varierat kraftigt. I första och tredje kvartalet blev det svagt, medan det andra kvartalet visade på ett hyggligt resultat. För att mönstret skulle hålla i sig avslutade således Boule 2012 med en stark rapport, som på nästa alla punkter överträffade våra förväntningar. Omsättning och bruttomarginal var de främsta drivkrafterna att även rörelseresultatet blev bättre än våra estimat, då de övriga rörelsekostnaderna blev högre än vad vi hade i våra prognoser.

Bästa kvartalet någonsin, omsättningsmässigt – både instrument och förbrukningsvaror lyfter

Det fjärde kvartalet 2011 var det dittills starkaste kvartalet och vi tyckte att vi spänt bågen då vi ändå förväntade oss en tillväxt i Q4 2012. I skenet av detta är det ett mycket starkt kvartal som Boule presenterar, där både instrument och förbrukningsmaterial växer, den senare med hela 16 procent Q/Q.

Utfall vs. Estimat Q4 2012

Q4-2012	Utfall	Redeye	Förra året
Försäljning	76,3	70,8	67,7
Hematologiinstr	37,2	34,0	36,3
Förbrukn. Mtrl	33,2	31,8	28,7
Bruttovinst	34,8	31,3	28,1
EBIT	6,0	5,4	4,3
PTP	6,4	5,4	5,1
EPS	0,69	0,87	0,45
Bruttomarg.	45,7%	44,2%	41,5%
EBIT-marginal	7,8%	7,6%	6,3%
Avvikelse		Redeye	Förra året
Sales		7,8%	12,7%
Hematologiinstr.		9,4%	2,5%
Förbrukn mtrl		4,4%	15,7%
Bruttovinst		11,3%	24,1%
EBIT		11,0%	39,9%
PTP		19,6%	25,8%
EPS		-20,8%	51,2%

Källa: Redeye Research

Utfall för rörelseresultatet hela 22% bättre jmf med ingången av 2012

Oavsett om rörelseresultatet hoppat lite över året presterar Boule också ett år som är bättre än det vi förutsåg då vi gick in i 2012. Omsättningen blev 9 procent och rörelseresultatet blev hela 22 procent bättre än de estimat vi hade i februari 2012.

Försening i PoC-projektet, en blick från en klar himmel

Den stora nyheten i rapporten var dock att bolaget plötsligt flaggar för att prestigeprojektet inom patientnära diagnostik kommer försenas på grund av man stött på tekniska utmaningar (mer om detta längre fram i denna analys).

*Ingen indikation hos
Boule om dämpad
efterfrågan*

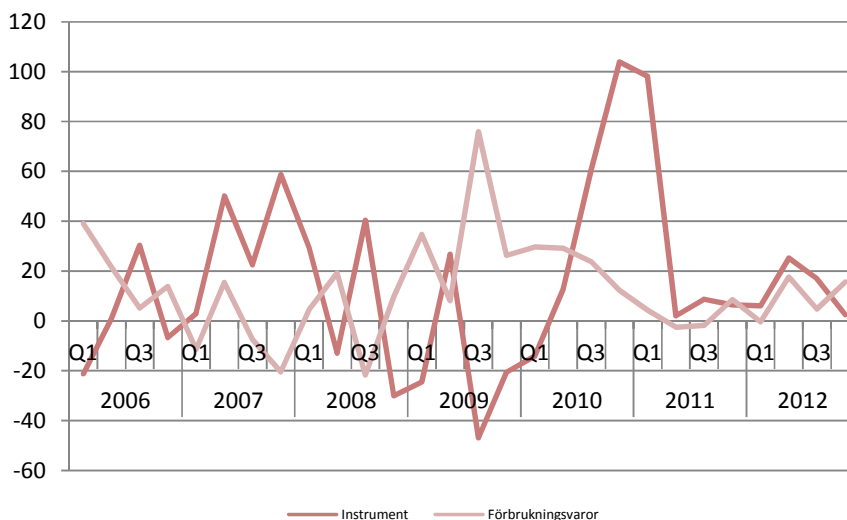
Till skillnad från Cellavision som flaggar för en dämpad efterfrågan under slutet av 2012 samt första delen av 2013, finns inget i VD ordet för Boule som indikerar på en dämpad efterfrågan, snarare tvärtom. Som vi kommenterar senare vill vi dock inte dra på för mycket under första delen av 2013 i våra estimat utan inväntar ytterligare information om konjunkturen innan vi drar upp våra prognoser mer signifikant.

*Det viktiga är att
försäljning av
förbrukningsvaror till
egna instrument ökar*

En nyckelfaktor för värderingen av Boule är att försäljningen av förbrukningsvaror till de egna instrumenten tar fart. Tyvärr har Boule slutat särredovisa de olika delarna inom förbrukningsvaror så vi vet inte exakt hur de olika delarna utvecklas. Genom samtal med ledningen och kommentarer i kvartalsrapporten kan vi dock dra slutsatsen att försäljning av förbrukningsvaror till de egna instrumenten går fortsatt bra, men att den så kallade OEM-försäljningen går knackigt. Kommentarer i rapporten talar dock ett litet annat språk än tidigare då bolaget nu anger att OEM-försäljningen var oförändrad för 2012

Vi får till stor del gissa oss fram hur de olika delarna inom förbrukningsvaror utvecklat sig.

Tillväxt Instrument och förbrukningsvaror



Källa: Redeye Research

Under posten "förbrukningsmaterial" sker således en utveckling som går åt två håll; egna reagenser visar tillväxt medan så kallad OEM-reagens utvecklas negativt. Som ett tredje ben har vi så kallad CDS-reagens, det vill säga, reagens under eget varumärke till andra instrument. I det fjärde kvartalet antar vi att försäljningen för de egna reagenserna utvecklats betydligt bättre än instrumentförsäljningen, 19 respektive 2,5 procent. För CDS hade vi en tillväxt strax under den för egna reagenser, medan OEM blev svag, dock en ökning. Bolaget använder sig av en rakblad-rakhyvel-modell där fokus sedan 2006-2007 varit att etablera en installerad bas av

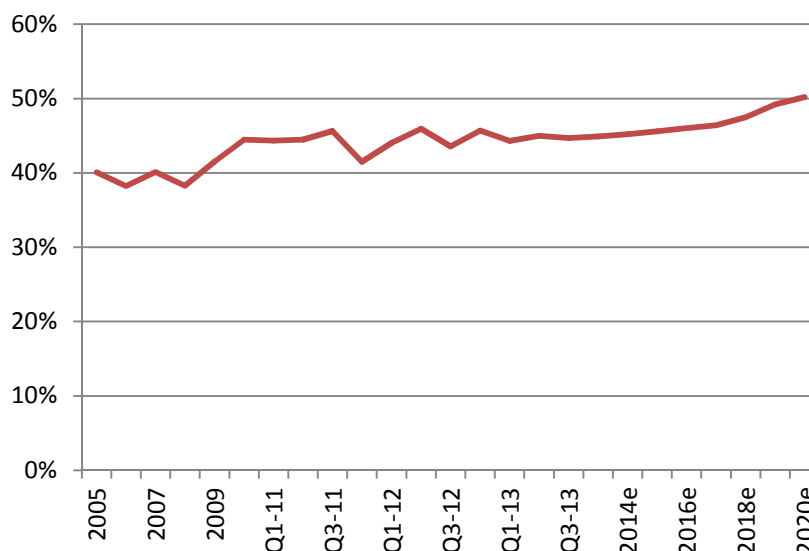
de nya instrument som då lanserades, och som också var ”låsta” till de egna reagenserna.

*Bruttomarginalen blev
45,7%*

Det är några nyckelfaktorer som vi fokuserar extra mycket på: försäljning av förbrukningsvaror, check! Bruttomarginalförbättring, check!

Bruttomarginalen blev goda 45,7 procent i kvartalet och 44,9 procent för helåret 2012, en ökning med en procentenhet jämfört med helåret 2011. Om vi tittar på utvecklingen över tid av bruttomarginalen tycker vi att bolaget uppvisar en bra trend mot vårt långsiktiga bruttomarginalmål på 50 procent. Bilden nedan visar tydligt att bolaget tog ett kliv uppåt under 2010 och har sedan legat på den högre nivån, med undantag för en tillfällig svacka under 2011. Som vi skrev i vår initialanalys tror vi att det borde finnas goda möjligheter för Boule att nå en högre bruttomarginal än 50 procent, speciellt när förbrukningsvarorna till de egna instrumenten börjar nå en tillfredsställande volym.

Utveckling av bruttomarginalen 2005- 2020E



Källa: Redeye research

*Ökade volymer ger utslag
i ökad bruttomarginal*

Bolaget gör ingen speciell kommentar avseende bruttomarginalen och det kan tyckas paradoxalt att bruttomarginalen ökar trots att försäljningen av instrument ökar snabbare än förbrukningsvaror. Högre volymer brukar dock oftast ha en positiv inverkan på bruttomarginalerna även om priskomponenten ligger stilla. Dessutom tror vi att den nya anläggningen för förbrukningsvaror har trimmats in och även här ger större volymer en positiv påverkan på bruttomarginalen. Omsättningsökningen i det fjärde kvartalet har också skett på mogna marknader där priserna kan tänkas vara högre jämfört med marknader i till exempel Asien, även om det framför allt är Östeuropa som ligger bakom tillväxten för region ”Europa”.

Om vi övergår till de övriga rörelsekostnaderna hamnade dessa på totalt 28,9 miljoner kronor mot vårt estimat på 25,9 miljoner kronor, det vill säga

knappt 12 procent högre. Som tabellen nedan visar var det försäljnings- och administrationskostnaderna som översteg våra estimat, medan FoU-kostnaderna blev lägre. Vi hade försökt ta höjd för det faktum att Q4 innehåller några större mässor, bland annat Medica, men låg ändå för lågt. En faktor som bidrog till de högre försäljningskostnaderna var också det faktum att den starka försäljningen på den amerikanska marknaden innebar att kommissionskostnader behövde betalas ut. Om vi ser på FoU-kostnaderna blev de facto högre än vad vi beräknat, då andelen som aktiverades var ovanligt hög under Q4. Totalt ble FoU-kostnaderna 15,8 miljoner kronor, varav 10,9 miljoner kronor aktiverades. Våra totala kostnader var 13,7 miljoner kronor, varav 7 miljoner aktiverades. Det var framför allt PoC-projektet som drog kostnader. Totalt är nu 72 miljoner kronor aktiverade för PoC-projektet

Hög andel aktiverad FoU i Q4 relaterat till PoC-projektet

Kostnadsutfall vs estimat Q4 2012

(SEKm)	2012 1Kv12	2Kv12	3Kv12	4Kv12	Redeye 4Kv12	Diff SEK	Diff %
Hematologiinstrument	29,6	30,9	29,0	37,2	34,0	3,2	9%
POC-instrument							
Förbrukningsvaror	29,7	33,8	28,5	33,2	31,8	1,4	4%
Övrigt	5,0	6,2	6,3	5,9	5,0	0,9	18%
Försäljning	64,3	70,9	63,8	76,3	70,8	5,5	8%
Kostad för sålda varor	-36,0	-38,3	-36,0	-41,5	-39,5	-2,0	5%
Bruttovinst	28,3	32,6	27,8	34,8	31,3	3,5	11%
Försäljningskostnader	-11,5	-13,6	-13,3	-16,0	-13,7	-2,3	17%
Administrationskostnader	-6,6	-5,4	-5,6	-7,6	-6,0	-1,6	26%
FoU-kostnader	-4,8	-6,3	-6,1	-4,9	-6,2	1,3	-21%
Övrigt	-0,9	1,0	-1,2	-0,3	0,0	-0,3	
Rörelseresultat	4,6	8,3	1,6	6,0	5,4	0,6	11%
Finansnetto	-0,1	0,1	-0,6	0,5	0,0	0,5	nm
Resultat före skatter	4,4	8,4	1,0	6,4	5,4	1,1	20%
Skatter	-2,2	-3,8	-0,1	-3,2	-1,3	-1,9	146%
Nettovinst	2,2	4,6	0,9	3,2	4,1	-0,8	-21%
VPA	0,47	0,98	0,20	0,69	0,87	-0,2	-21%
Genomsnittligt antalet aktier	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	0,0	0%
Försäljningstillväxt, rapporterad	1,8%	23,2%	10,6%	12,7%	4,6%	0,1	177%
Bruttomarginal	44,0%	45,9%	43,6%	45,7%	44,2%	0,0	3%
Rörelsemarginal före FoU	14,5%	20,5%	12,1%	14,3%	16,4%	0,0	-13%
Rörelsemarginal, rapporterad	7,1%	11,6%	2,5%	7,8%	7,6%	0,0	3%

Källa: Redeye Research

Onormal skatt pga poster relaterat till amerikanskt DB samt förändrad uppskjuten skatt relaterat till aktiverade utvecklingskostnader

Resultatposterna nedanför EBIT-raden är alltid vanskliga att prognosticera. Under Q4 hade vi ett svagt positivt finansnetto. Skattekostnaden blev denna gång oförklarligt hög och hamnade på 49,5 procent. Skattekostnaden har även tidigare kvartal legat långt över de statuerade 26,3 procenten. Posten "skattekostnad" innehåller en mix av olika poster och för Boules del är det framför allt poster relaterat till det amerikanska dotterbolaget och till förändringar av uppskjuten skatteskuld på aktiverade utvecklingsutgifter. Den faktiska skattekostnaden var dock egentligen ändå högre i kvartalet då 1,8 miljoner kronor innebar en positiv skatt på grund av den ändrade skattesatsen från 26,3 till 22 procent. Detta har påverkat uppskjuten skatt på aktiverade utvecklingsutgifter. Vinsten i det amerikanska dotterbolaget är relativt blygsam men belastas med 40 procent bolagsskatt. CFO Fredrik Alpsten berättar också att Boule behövde justera uppskjuten skatt i det amerikanska bolaget, vilket lett till en onormal skattekostnad i kvartalet.

Valutan påverkade
omsättningstillväxten
negativt i Q4 med 1%

Alpsten räknar med att skatten framöver bör ligga närmare den nominella skattesatsen om 22 procent framöver. Betald skatt i kvartalet blev på grund av återföringen en positiv post på 202 tusen kronor.

Valutan hade en marginell negativ påverkan i Q3, minus 1 procent, eller 0,8 miljoner kronor.

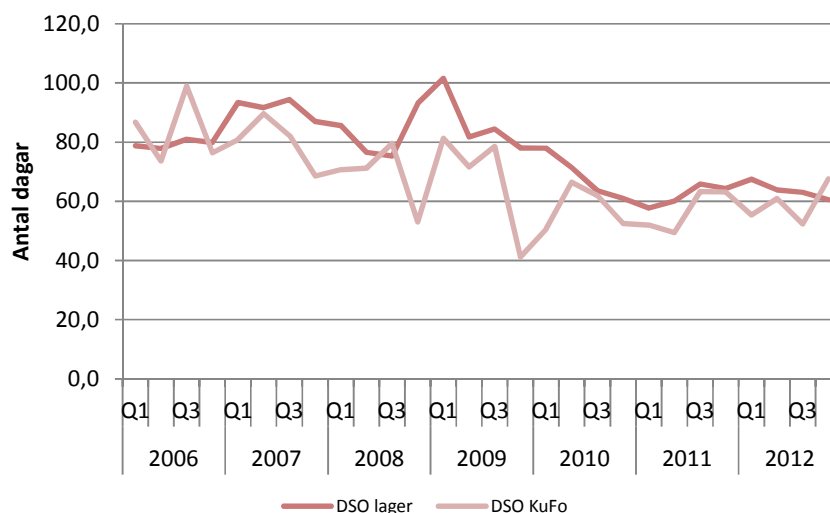
Rörelsekapital och kassaflöde

Negativt operationellt
kassaflöde i Q4 pga höga
KuFo

Efter fyra kvartal med positivt operationellt kassaflöde visade Boule under Q4 2012 ett negativt kassaflöde på grund av ökade kundfordringar i spåren av stark försäljning. Det operationella kassaflödet blev nu negativt med minus 3,6 miljoner kronor. Trenden på DSO är fortfarande positiv. Enligt VD Ernst Westman är det ett medvetet gnetande med rörelsekapitalet som successivt ger effekt. Rörelsekapitalet i förhållande till 12 månaders rullande omsättning visar nu på en svag trendmässig ökning, vilket vi anser inte utgör någon större anledning till oro. Verksamheter som växer brukar binda mer kapital och den trendmässiga ökningen över 7 år motsvarar endast 0,4-procentenheter. I Boules fall utgör rörelsekapitalet i absoluta tal också en begränsad del av balansräkningen, per sista december var rörelsekapitalet 19 miljoner kronor och snittet över 2012 låg på 12 miljoner kronor (exklusive kassan).

Tillfällig höjning av RK
ingen orsak till oro

DSO i KuFo och varulager



Källa: Redeye research

Kassa per 31 dec, 16 mkr

Det ökade rörelsekapitalet finansierades till övervägande del genom att öka de kortfristiga skulderna med 15,5 miljoner kronor, det vill säga utnyttjande av checkräkningskredit. Sett över hela 2012 har dock utnyttjandet minskat med 11,4 miljoner kronor. Kassan per 31 december var knappt 16 miljoner kronor och nettoskulden 5 miljoner kronor.

Periodens kassaflöde blev återigen negativt, vilket till stor del är relaterat till de stora satsningar som Boule nu gör i PoC-instrumentet.

*Relativt ökad osäkerhet
kring finansiering pga
försening i PoC-projektet*

I det fjärde kvartalet investerades 10,9 miljoner kronor i PoC och totalt under 2012 har

drygt 31 miljoner investerats. Det totala kassaflödet för 2012 också negativt med 37,4 miljoner kronor. Boules disponibla medel, inklusive ej utnyttjad kredit, uppgick till per den 31 december till 42,4 miljoner kronor, vilket vi anser bör räcka till för att finansiera PoC fullt ut. Osäkerheten om detta har dock ökat i och med kommentarerna i rapporten om förseningar i utvecklingen. Dessa kommentarer är dock något svårtydda då bolaget å ena sidan skriver om förseningen men i nästa andetag pratar om att kunna reducera de totala utvecklingskostnaderna. Vår tolkning är att detta i första hand är kopplat till kostnaderna under 2013 och det faktum att bolaget inte planerar att påbörja de kliniska studier som behöver genomföras innan lansering av systemet.

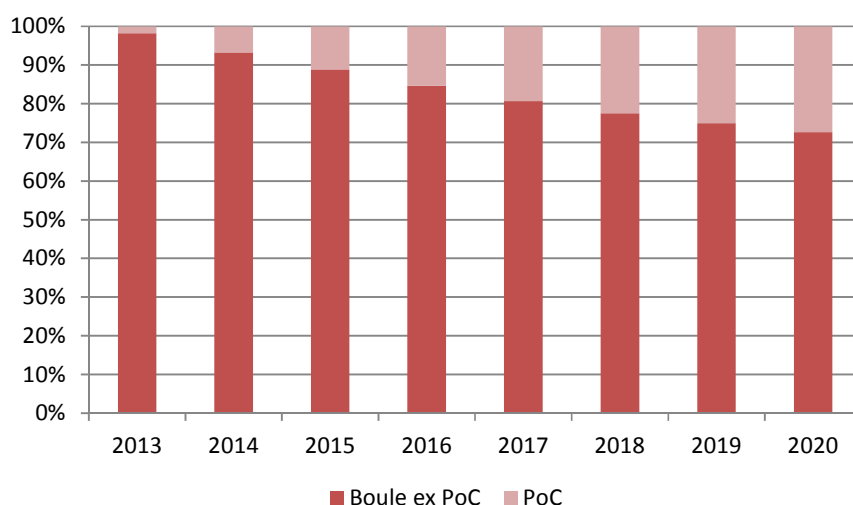
Förändring av estimat och prognoser

*Vi skjuter fram lansering
av PoC samt ger det en
50% chans att lyckas*

Den största förändringen i våra prognoser är naturligtvis relaterat till PoC-projektet där vi nu väljer att åsätta en sannolikhetsfaktor till projektets potentiella framgång. Den plötsliga skrivningen om tekniska svårigheter får oss att drastiskt höja risken i projektet. Vi ser det nu som att det är 50 procents chans till att PoC ser dagens ljus. Ett alternativ hade varit att höja avkastningskravet generellt, men detta skulle då också slagit oförkänt mot Boules existerande verksamhet. Eftersom PoC överhuvudtaget inte kommer lanseras under 2013 tar vi bort den försäljning som vi antagit under detta år. Det betyder att justeringen i våra PoC estimat sker i två steg; först förskjuter vi lanseringen till 2014/2015, därefter lägger vi på en 50 procentig sannolikhetsfaktor.

De nuvarande estimaten för PoC-projektet innebär att det kommer stå för cirka 30 procent av intäkterna 2020 (se bild nedan).

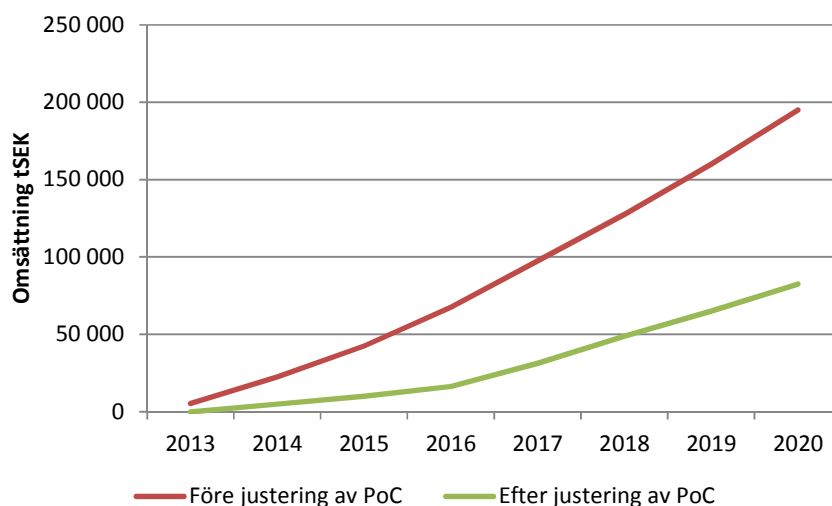
Fördelning mellan Boules traditionella verksamhet och PoC med nuvarande estimat



Källa: Redeye research

Efter justering kommer PoC endast utgöra ungefär 15 procent av omsättningen 2020. Diagrammet nedan visar estimerad omsättning för PoC före och efter justering, dels av faktiskt antalet sålda instrument och kassetter, samt med 50 procentig sannolikhet för lansering.

Våra PoC estimat före och efter justering



Källa: Redeye research

Vi räknar med lansering 2014, vilket fortfarande kan vara optimistiskt

Vi räknar fortfarande med en lansering 2014, vilket kan vara optimistiskt, och vi har, förutom att förskjutit lanseringen något, hyvlat på sålda instrument/kassetter de första åren. För åren 2018-2020 har vi oförändrat antal sålda instrument. Eftersom installerad bas är lägre blir dock antalet sålda kassetter också lägre under dessa år. Sålda kassetter år 2020 är 20 procent lägre jämfört med prognoserna före den framflyttade lanseringen. Alla estimat är dessutom, som tidigare nämnts, justerade med sannolikhetsfaktorn 0,5.

Omkostnaders relation till omsättning samt bruttomarginal lämnas intakta

I övrigt gör vi inga förändringar utan relationstalen för omkostnader kommer ligga fast men räknas på en lägre omsättning. Vi väljer också att lämna bruttomarginalen intakt, då vi tror att Boule ändå kan nå vår målmarginal genom en bättre hävstång i kostnaderna samt högre genomslag av försäljning av förbrukningsreagenser till de egna instrumenten.

Av försiktighetsskäl väljer vi att ligga kvar på en skattesats på 26 procent. Som tabellen nedan visar sjunker försäljning och rörelseresultat lika mycket och eftersom kostnadsrelationerna bibehålls förändras inte marginalerna.

Ändrade estimat

Förändring estimat		Q1 2013	2013	2014	2015	2016
Hematologiinstr.	Gamla	31,2	131,3	144,5	154,0	167,5
	Nya	31,2	127,5	133,3	137,1	145,0
<i>Förändring</i>		0%	-3%	-8%	-11%	-13%
Förbrukn. varor	Gamla	30,3	138,9	168,0	205,4	249,1
	Nya	30,3	137,4	161,8	189,8	220,4
<i>Förändring</i>		0%	-1%	-4%	-8%	-12%
Total omsättning	Gamla	66,5	292,0	334,6	381,7	439,1
	Nya	66,5	286,8	317,1	349,2	387,8
<i>Förändring</i>		0%	-2%	-5%	-9%	-12%
Brutto-marginal	Gamla	44,3%	44,7%	45,2%	45,6%	46,0%
	Nya	44,3%	44,7%	45,2%	45,6%	46,0%
EBIT	Gamla	4,2	20,9	30,4	40,8	53,1
	Nya	4,2	20,5	28,9	37,4	46,9
<i>Förändring</i>		0%	-2%	-5%	-9%	-12%
EBIT-marginal	Gamla	6,3%	7,1%	9,1%	10,7%	12,1%
	Nya	6,3%	7,1%	9,1%	10,7%	12,1%
Resultat f skatt	Gamla	4,4	21,9	31,4	41,8	54,1
	Nya	4,4	21,5	29,9	38,4	47,9
<i>Förändring</i>		0%	-2%	-5%	-8%	-11%
VPA	Gamla	0,67	3,20	4,73	6,32	8,18
	Nya	0,67	3,12	4,31	5,54	6,92
<i>Förändring</i>		0%	-3%	-9%	-12%	-15%

Källa: Redeye Research

Nya estimat

Prognoser, Boule (SEKm)																
	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016
	1Kv12	2Kv12	3Kv12	4Kv12	1Kv13	2Kv13	3Kv13	4Kv13	ÅR	ÅR	ÅR	ÅR	ÅR	ÅR	ÅR	ÅR
Hematologiinstrument	29,6	30,9	29,0	37,2	31,2	32,0	29,2	35,1	95,2	113,7	126,7	127,5	129,5	131,5	137,5	137,5
POC-instrument												0,0	3,8	5,6	7,5	7,5
Förbrukningsvaror	29,7	33,8	28,5	33,2	30,3	39,0	30,1	38,0	112,2	114,5	125,2	137,4	161,8	189,8	220,4	220,4
Övrigt	5,0	6,2	6,3	5,9	5,0	6,0	6,3	4,5	21,7	18,0	23,4	21,8	22,0	22,2	22,5	22,5
Försäljning	64,3	70,9	63,8	76,3	66,5	77,0	65,6	77,7	229,0	246,2	275,3	286,8	317,1	349,2	387,8	387,8
Kostad för sålda varor	-36,0	-38,3	-36,0	-41,5	-37,0	-42,4	-36,3	-42,8	-127,2	-138,1	-151,8	-158,5	-173,7	-190,0	-209,4	-209,4
Bruttovinst	28,3	32,6	27,8	34,8	29,5	34,7	29,3	34,9	101,9	108,0	123,5	128,3	143,3	159,2	178,4	178,4
Försäljningskostnader	-11,5	-13,6	-13,3	-16,0	-12,9	-15,4	-13,4	-15,5	-39,7	-44,5	-54,4	-57,3	-62,8	-68,1	-74,1	-74,1
Administrationskostnader	-6,6	-5,4	-5,6	-7,6	-5,8	-6,4	-5,7	-6,9	-20,4	-24,6	-25,1	-24,8	-24,7	-24,4	-24,8	-24,8
FoU-kostnader	-4,8	-6,3	-6,1	-4,9	-5,7	-6,6	-5,6	-6,7	-19,6	-22,5	-22,2	-24,7	-26,9	-29,3	-32,6	-32,6
Övrigt	-0,9	1,0	-1,2	-0,3	-0,9	1,0	-1,2	0,0	-2,2	0,6	-1,4	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat	4,6	8,3	1,6	6,0	4,2	7,2	3,3	5,7	20,0	17,2	20,4	20,5	28,9	37,4	46,9	46,9
Finansnetto	-0,1	0,1	-0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	-1,6	0,3	-0,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Resultat före skatter	4,4	8,4	1,0	6,4	4,4	7,4	3,6	6,0	18,4	17,4	20,2	21,5	29,9	38,4	47,9	47,9
Skatter	-2,2	-3,8	-0,1	-3,2	-1,3	-2,5	-1,4	-1,6	0,2	-7,4	-9,2	-6,8	9,5	12,1	15,2	15,2
Nettovinst	2,2	4,6	0,9	3,2	3,1	4,9	2,2	4,4	18,7	10,0	11,0	14,7	39,3	50,5	63,1	63,1
VPA	0,47	0,98	0,20	0,69	0,67	1,05	0,46	0,93	3,97	2,13	2,33	3,12	8,35	10,73	13,41	13,41
Genomsnittligt antalet aktier	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707
Försäljningstillväxt, rapporterad	1,8%	23,2%	10,6%	12,7%	3,4%	8,6%	2,8%	1,8%	30,5%	7,5%	11,9%	4,1%	10,6%	10,1%	11,1%	11,1%
Bruttomarginal	44,0%	45,9%	43,6%	45,7%	44,3%	45,0%	44,7%	44,9%	44,5%	43,9%	44,9%	44,7%	45,2%	45,6%	46,0%	46,0%
Rörelsemarginal före FoU	14,5%	20,5%	12,1%	14,3%	14,9%	17,9%	13,7%	16,0%	17,3%	16,1%	15,5%	15,7%	17,6%	19,1%	20,5%	20,5%
Rörelsemarginal, rapporterad	7,1%	11,6%	2,5%	7,8%	6,3%	9,3%	5,1%	7,4%	8,7%	7,0%	7,4%	7,1%	9,1%	10,7%	12,1%	12,1%

Källa: Redeye Research

Boule och de finansiella målen

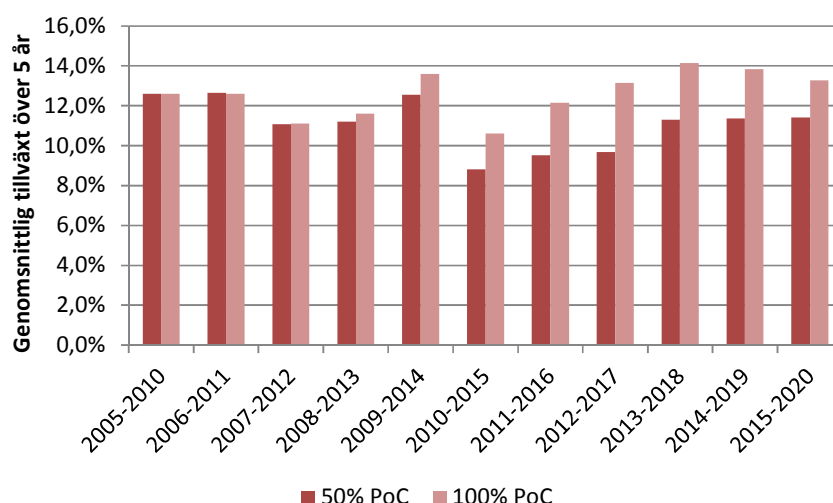
Frågan är hur våra estimatsjusteringar påverkar Boules förmåga att nå sina finansiella mål. De finansiella mål som Boule ställt upp är:

- Försäljningstillväxt: Genomsnitt på 10% över 5 år
- EBITDA-marginal: överstigande 15 procent
- Soliditet: 30-50 procent

PoC behövs för att målet om omsättningstillväxt ska nås

Om vi mäter över samtliga 5 års perioder mellan 2005 och 2020 så når Boule sitt mål för omsättningstillväxt under samtliga 5 årsperioder. Sätter vi 50 procents sannolikhet på PoC hamnar tillväxten i en svacka under några 5-årsperioder men når så småningom målet ändå. Tar vi bort PoC helt faller tillväxten under målet. Detta är dock en väldigt statistiskt synsätt och en lek med siffror. Om PoC läggs i papperskorgen kommer Boule förmodligen vidta andra åtgärder för att nå sitt mål för omsättningstillväxt. Vi är också på det klara att Boule mycket väl kan nå sitt omsättningsmål utan PoC genom den pågående satsningen med instrument som är låsta till de egna reagenserna.

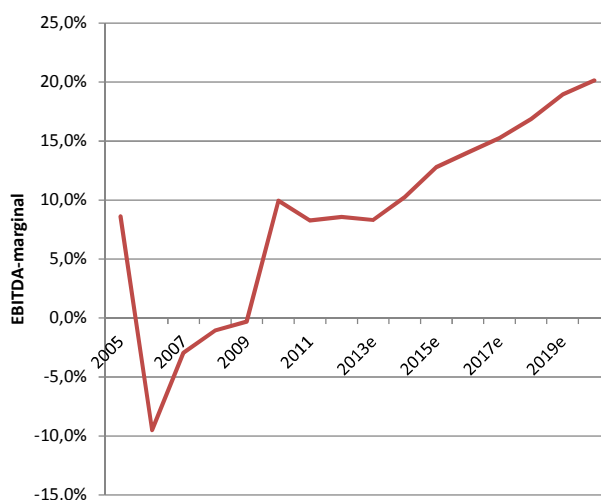
Omsättningstillväxt i rullande 5-årsperioder



Källa: Redeye research

Om vi går över till EBITDA-marginalen så räknar vi med att Boule har möjlighet att nå 15 procent någon gång under 2017, med eller utan PoC, eftersom vi lämnar kostandsrelationerna intakta då vi drar ned sannolikheten på PoC-projektet.

EBITDA-marginalen 2005-2020E



Källa: Redeye research

Värdering

Som för många andra bolag inom Life Science-segmentet, så innebär en investering i Boule Diagnostics vissa risker, om än betydligt lägre jämfört med bolag som arbetar inom till exempel läkemedelsforskning. Ledtider till marknad är betydligt kortare och registreringsprocesserna är betydligt enklare. Risker ligger snarare i kommersialiseringen av produkterna än i utvecklingen av dessa. I Boules fall tillkommer en väsentlig regulatorisk risk där erhållandet av en CLIA waiver är en viktig del i upptaget av deras kommande PoC-produkt. Som rapporten för Q4 också visar finns även fortfarande tekniska risker i projektet.

DCF-värdet hamnar på
69,4 kr per aktie (79)

För att kunna fånga dessa risker, så utvärderar vi bolag på olika sätt, bland annat genom att fastställa ett avkastningskrav som avspeglar de bolagsspecifika riskfaktorerna. I vår värdering av Boule Diagnostics tillämpar vi framför allt en kassaflödesmodell (DCF).

Som går att se i tabellen nedan har en stark kvartalsrapport och våra estimatshöjningar inneburit en kraftig påverkan på vårt fundamentala värde. Vår kassaflödesvärdering av Boule Diagnostics ger ett motiverat värde på 69,4 (79) kronor per aktie. Vi räknar med en WACC på 14,3 procent.

	Per share	Total
	69,4	327
Tillgångar	3,4	16
Intb Debt	4,4	21
DCF 2011-20	28,9	136
DCF 2021-25	18,4	87
DCF 2026-	23,2	109
Noplat at 2026:		87
Value 2026- (EOY):		311

Källa: Redeye Research

*50% sannolikhet på PoC
hyvlar 15% på vårt
fundamentala värde*

*Tar vi bort PoC helt
sjunker värdet till 60,9 kr
per aktie -*

*Tar vi också hänsyn till ett
nedskrivningsbehov på 75
mkr hamnar vi på dagens
börskurs*

Värdet innan vi gjorde sannolikhetsjusteringen av PoC-projektet låg på 82,1 kronor per aktie och eftersom vi inte genomfört några förändringar utöver att lägga in siffrorna för Q4 samt flytta fram basåret till 2012, betyder det att justeringen ned till nuvarande värde består av vår justering av värdet för PoC-projektet. Vår 50 procentiga sannolikhet för PoC-projektet hyvlar således 15 procent på vårt värde. Plockar vi bort PoC helt hamnar vi på ett fundamentalt värde på 60,9 kronor per aktie. Då har vi dock inte tagit hänsyn till ett nedskrivningsbehov på knappt 75 miljoner kronor som motsvarar de aktiverade utvecklingskostnaderna relaterat till PoC. Tar vi även med dessa kostnader hamnar vi på ett värde strax över dagens börskurs.

Utöver DCF-modellen arbetar vi med olika multipelbaserade angreppssätt där vi bland annat applicerar erhållna multiplar utifrån jämförande bolag och transaktioner inom sektorn på Boules omsättnings- och vinstsiffror. Som komplement till de ovan nämnda angreppssätten använder vi också en multipelmodell där vi applicerar multiplar gällande för ett bolag i stabil fas på ett framtida värde som vi sedan diskonterar tillbaka med avkastningskravet.

*Motiverad kurs baserat
på multiplar för
jämförande bolag blir 87
(89,4) kr per aktie...*

*..men stor skillnad mellan
värde baserat på
EV/Sales och EV/EBITDA*

Utöver vår "vanliga" kassaflödesmodell har vi kompletterat denna med en blick på bolag som agerar inom mer eller mindre samma område inom medicinteknik som Boule. Denna jämförelse visar att Boule på dagens kursnivå runt 40 kronor per aktie är attraktivt värderad oavsett vilken geografisk peergrupp vi väljer. För bolag i tillväxtfas tycker vi EV/EBITDA och EV/Sales är de mest relevanta måtten, kanske framför allt det sistnämnda. De är ofta så att bolag i tillväxtfas lägger ett större fokus vid försäljningen än vid det redovisade resultatet, något som till viss del gäller för Boule. Ser vi framför allt på EV/Sales-måttet ser aktiemarknadens nuvarande värdering av Boule mycket njugg ut. Baserat på en medianmultipel för 2013 avseende EV/Sales skulle Boule värderas till knappt 579 miljoner kronor om bolaget handlades till denna multipel. Det motsvarar en aktiekurs på 123 kronor per aktie, det vill säga nästan 200 procent över dagens kurs. Om vi tar EV/EBITDA multipeln får vi en lite annan bild. Här får vi ett bolagsvärde som ligger ungefär 24 procent över dagens nivå. Om vi tar ett snitt av dessa två extremer får vi en motiverad kurs på 87 kronor per aktie.

Multipelvärdering

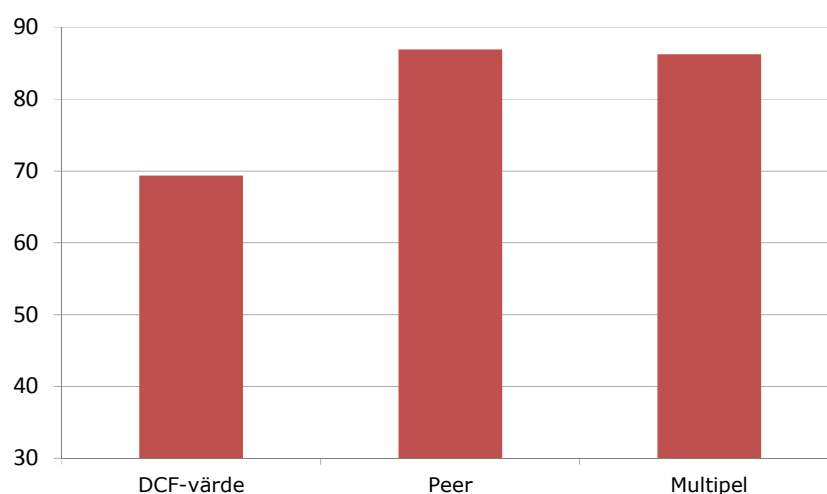
Här har vi tittat på vilka multiplar ett bolag av Boule Diagnostics karaktär kan tänkas handla till när bolaget nått en mer stabil fas. I dagsläget har Boule en värdering baserat på våra estimat som ligger i nivå med multiplarna i tabellen nedan avseende resultatmått. Försäljningsmultiplarna ligger dock väsentligt lägre. För att erhålla en värdering i den övre delen av intervallen krävs en marginell multipelexpansion avseende resultatmått. Dock krävs att bolagets omsättning värderas upp för att multiplarna i tabellen ska bli giltiga.

Värderingssnitt ligger på 86,3 (98,6) kronor per aktie

	Utvalda multiplar	Diskonterat 2019 EV @ 14,3%	Medel
Intäkter	1,5x - 3,5x	327 - 763	545
EBITDA	7x - 9x	289 - 372	330,5
EBIT	8x - 10x	305 - 381	343
			406

Källa: Redeye Research

Sammanfattning fundamental värdering



Källa: Redeye Research

Aktiekursutveckling och handelsvolym

Signifikant skillnad i likviditet sedan 1 sep 2012 – avslut varje dag sedan dess

Det är glädjande att notera hur likviditeten ökat markant (även om det är från låga nivåer) under de senaste 6 månaderna. Under perioden 24 september till 4 oktober 2012 genomfördes en begränsad ägarspridning och det verkar som om denna i viss mån fått avsedd effekt. Om vi ser på de senaste 12 månaderna så är det en signifikant skillnad mellan tiden fram till den 31 augusti och tiden därefter fram till dagens datum. Perioden 1 mars till 31 augusti innehöll 53 dagar då det inte var något avslut alls i Boule-aktien. Sedan 1 september 2012 har det varit avslut varje dag utom 5 dagar, och under 2013 har avslut skett varje dag.

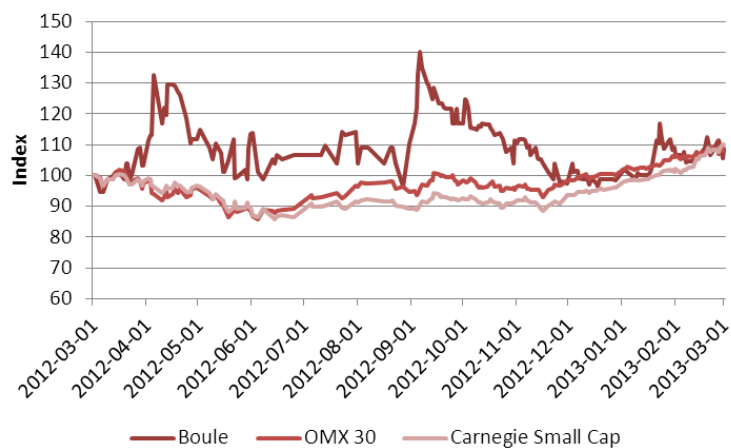
6300 aktier omsatta per dag under 2013 jmf med 2300 under mars-dec 2012

Den genomsnittliga omsättningen i aktien har under 2013 varit i snitt 6 800 aktier per dag jämfört med 2 300 för perioden 1 mars 2012 till 31 december 2012, en klar förbättring men långt ifrån en tillfredsställande nivå.

Både under 2012 och under de senaste tre månaderna, har Bouleaktien gått ungefär som både det breda OMX 30-indexet och Carnegie Small Cap index. Boule-aktien hade en bra utveckling fram till tiden för ägarspridningen och har därefter sackat betänkligt.

Kursutveckling de senaste 12 månaderna

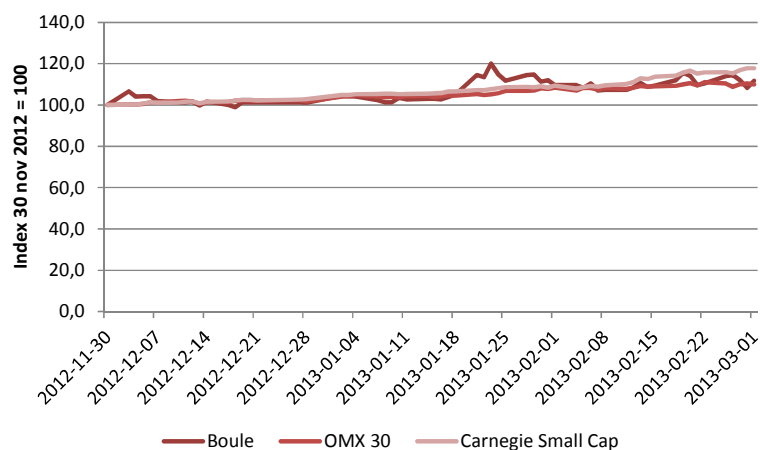
Svag kursutveckling under hösten 2012



Källa: Redeye research, Bloomberg

Kursen som index under 2012

Kursutveckling de senaste 3 månaderna



Källa: Redeye research, Bloomberg

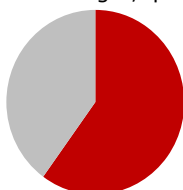
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

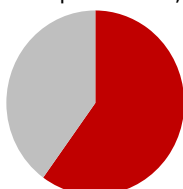
Vi har sänkt tillväxtpotentialen med 1 steg.

Ledning 6,0p



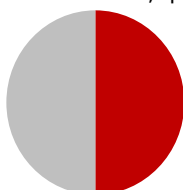
Kommentar: Ledningen har lång branscherfarenhet men saknar erfarenhet från aktiemarknaden. Bolaget är nysoterat med begränsad aktiemarknadshistorik. Ledningen äger mycket aktier i bolaget, vilket är positivt.

Tillväxtpotential 6,0p



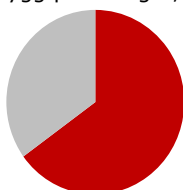
Kommentar: Bolaget agerar på en stor marknad men med begränsad tillväxt. I närtid har de nya instrumenten som är låsta till egna reagenser stor potential. Lansering av ett POC-instrument kommer försenas pga vissa tekniska svårigheter.

Lönsamhet 5,0p



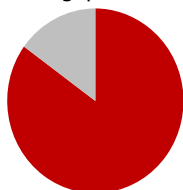
Kommentar: Bolaget har visat positivt resultat under flera år men har valt att investera hela överskottet i FoU. Bolaget har hittills inte kunnat visa på någon stabilitet i resultatutvecklingen

Trygg placering 6,5p



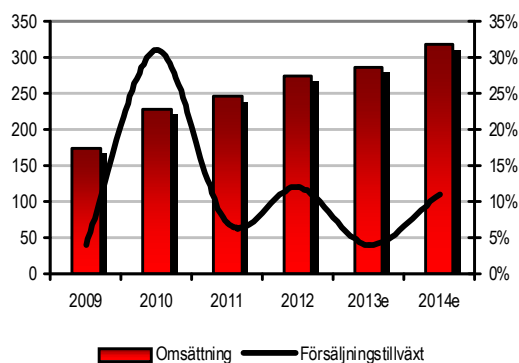
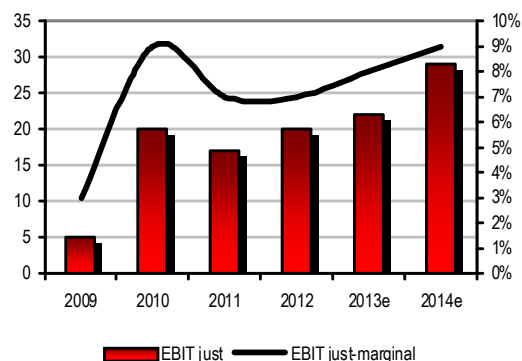
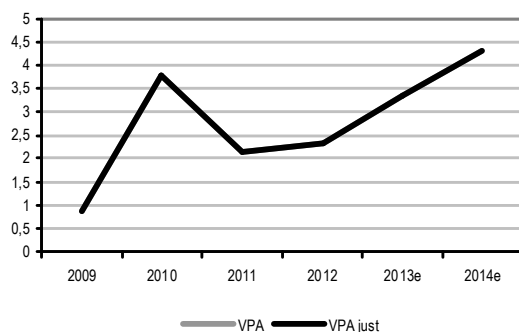
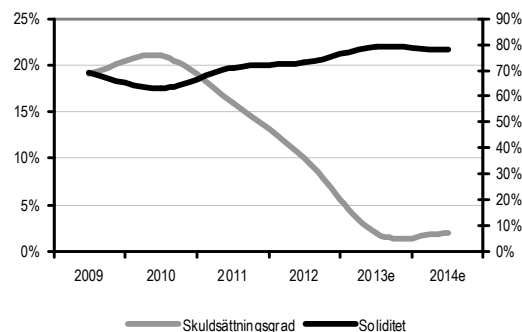
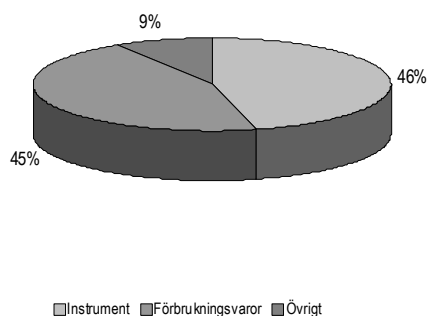
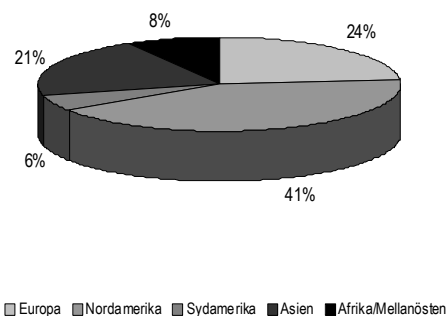
Kommentar: Boule säljer genom distributörer på över 100 olika marknader världen över. Bolagets interna kassaflöde samt emissionslikvid bedöms tillräckligt för att materialisera nuvarande affärsplan. Stor del av aktiekapital på fasta händer

Avkastningspotential 8,5p



Kommentar: Boule handlas i dagsläget till en betydligt högre värderingsrabatt än sektorkollegorna, vilket vi finner omotiverat. Det finns således en omedelbar kurspotential på 60 procent för att ta Boule till en värderingsrabatt i nivå med sektorkollegorna.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering						Kassaflöden, MSEK					
Omsättning	229	246	275	287	317	Riskpremie (%)	10,4	NV FCF (2013-20)			135,8	NV FCF (2013-20)					
Summa rörelsekostnader	-207	-230	-254	-265	-288	Betavärde	1,3	NV FCF (2021-25)			86,7	NV FCF (2021-25)					
EBITDA	26	19	23	25	36	Riskfri ränta (%)	1,8	NV FCF (2026-)			109,3	NV FCF (2026-)					
Avskrivningar	-4	-3	-1	-3	-8	Räntepremie (%)	1,0	Rörelsefrämjade tillgångar			15,9	Rörelsefrämjade tillgångar					
EBIT	20	17	20	22	29	WACC (%)	14,3	Räntebärande skulder			20,9	Räntebärande skulder					
Resultatandelar	0	0	0	0	0	Antaganden 2021-25 (%)		Motiverat värde			326,8	Motiverat värde					
Finansiella intäkter	0	0	0	1	1	Genomsn. förs. tillv.	5,6	Motiverat värde per aktie			69,4	Motiverat värde per aktie					
Finansiella kostnader	-2	-1	0	0	0	EBIT-marginal	15,0	Börskurs			41,1	Börskurs					
Resultat före skatt	18	17	20	23	30												
Skatt	0	-7	-9	-7	-10												
Nettoresultat	18	10	11	16	20												
Resultaträkning just, MSEK						Lönsamhet											
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	Avk. på eget kapital (ROE)	15%	2010	2011	2012	2013e	2014e	2010	2011	2012	2013e	2014e
EBITDA just	26	19	23	25	36	ROCE	14%										
EBIT just	20	17	20	22	29	ROIC	15%										
PTP just	18	17	20	23	30	EBITDA-marginal (just)	11%										
Nettoresultat just	18	10	11	16	20	EBIT just-marginal	9%										
						Netto just-marginal	8%										
Balansräkning, MSEK						Data per aktie, SEK											
Tillgångar						VPA	3,78	2010	2011	2021	2013e	2014e	2010	2011	2012	2013e	2014e
Omsättningstillgångar						VPA just	3,78										
Kassa och bank	18	54	16	18	29	Utdelning	0,0										
Kundfordringar	33	43	51	50	52	Nettoskuld	2,0										
Lager	38	43	46	46	48	Antal aktier	4,8										
Andra fordringar	14	13	11	17	19												
Summa omsättningstillg.	103	153	124	131	148												
Anläggningstillgångar																	
Materiella anl.tillg.	9	12	15	18	20												
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0												
Goodwill	64	64	62	62	62												
Balans. utv. kostn.	20	43	74	84	90												
Övr. immateriella tillg.	7	0	0	0	0												
Summa anläggningstillg.	103	119	151	168	176												
Summa tillgångar	206	272	274	299	324												
Skulder																	
Kortfristiga skulder																	
Leverantörsskulder	16	15	15	18	21												
Övriga icke ränteb. skulder	27	28	27	31	36												
Summa kortfristiga skulder	42	43	43	50	57												
Långa icke ränteb. skulder	6	0	11	9	10												
Räntebärande skulder	27	31	21	5	5												
Summa skulder	75	75	75	64	72												
Avsättningar	1	4	0	0	0												
Eget kapital	131	193	200	235	251												
Minoritet	0	0	0	0	0												
Minoritet & Eget Kapital	131	193	200	235	251												
Summa skulder och eget kapital	206	272	275	299	323												
Fritt kassaflöde, MSEK						Aktiens utveckling						Tillväxt/år					
Omsättning	229	246	275	287	317	1 mån	1,2%	Omsättning			9,6%	10/12e					
Summa rörelsekostnader	-207	-230	-254	-265	-288	3 mån	5,1%	Rörelseresultat, just			0,9%						
Avskrivningar	-4	-3	-1	-3	-8	12 mån	12,6%	V/A, just			-21,4%						
EBIT	20	17	20	22	29	Årets Början	8,4%	EK			23,7%						
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	-7	-9	-7	-10												
NOPLAT	22	9	13	15	19												
Avskrivningar	4	3	1	3	8												
Bruttokassaflöde	26	12	13	18	27												
Förändring i rörelsekapital	-5	-12	-9	2	1												
Investeringar	-16	-24	-34	-16	-16												
Fritt kassaflöde	6	-25	-29	4	12												
Kapitalstruktur						Aktiestruktur %						Röster					
Soliditet	63%	71%	73%	79%	78%	Siem Capital AB					33,4	Kapital					
Skuldsättningsgrad	21%	16%	10%	2%	2%	Stiftelsen Industrifonden					8,6						
Nettoskuld	9	-22	5	-13	-24	Staffan Persson m bolag					6,3						
Sysselsatt kapital	158	224	221	240	256	Linc AB					5,2						
Kapitalets oms. hastighet	1,6	1,3	1,2	1,2	1,3	Ernst Westman inkl bolag					3,8						
						Leif Ek					2,6						
						Harold Crews					2,5						
						Avanza Pension					2,4						
						Andrew Swanson					2,1						
						Lena Krook					2,0						
Tillväxt						Bolagsledning & styrelse											
Försäljningstillväxt	31%	7%	12%	4%	11%	VD					Ernst Westman						
VPA-tillväxt (just)	330%	-43%	9%	43%	29%	CFO					Fredrik Alpsten						
Tillväxt eget kapital	13%	48%	4%	18%	7%	IR					0						
						Ordf					Lars-Olof Gustavsson						
Nästkommmande rapportdatum						Analytiker						Redeye AB					
Q1 2013						Peter Östling					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr						
Q2 2013						peter.ostling@redeye.se					114 35 Stockholm						
Q3 2013						Klas Palin											
						klas.palin@redeye.se											

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Produktområden

Geografiska områden

Intressekonflikter

Peter Östling äger aktier i bolaget Boule Diagnostics: Nej

Klas Palin äger aktier i bolaget Boule Diagnostics: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

Verksamhetsbeskrivning

Boule Diagnostics utvecklar och säljer instrument och förbrukningsvaror både själv och genom ett finmaskigt nät av distributörer på mer än 100 marknader globalt. Bolagets instrument används till att utföra blodanalyser och resultatet, en fullständig blodstatus, är ett av de vanligaste diagnostiska testen som utförs i dag. Kundfokus är mindre lab, kliniker och sjukhus. Boule är i slutskedet med sin utveckling av ett nytt instrument som ska användas för patientnära diagnostik, så kallad Point of Care (PoC). Instrumentet som är tänkt att lanseras 2013-2014 öppnar upp en mångdubbelt större marknad för bolaget.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckningen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2013-02-07)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	28	17	18	17	21
3,5p - 7,0p	51	64	34	52	55
0,0p - 3,0p	2	0	29	12	5
Antal bolag	81	81	81	81	81

*För investmentbolag byts Tillväxtpotential och Lönsamhet ut mot Portföljförvaltning och Direktavkastning.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.