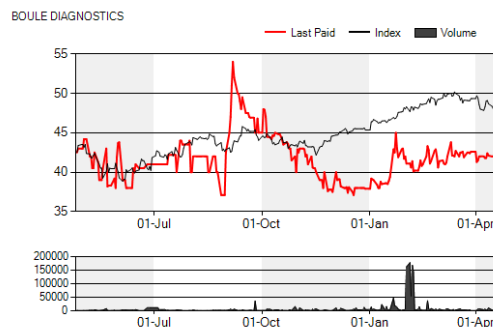
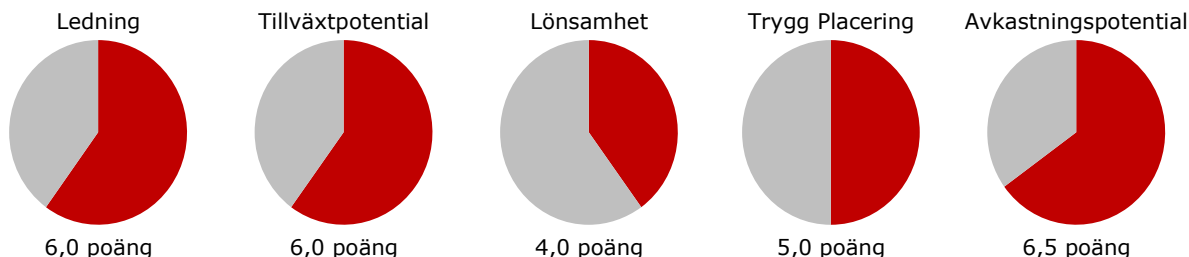


**Sammanfattning**
**Boule Diagnostics (BOUL.st)**
**Svag början på 2013**

- Boule kom med en svag Q1-rapport som på samtliga punkter avvek från våra estimat. Denna gång blev både omsättning och resultat svagt – under 2011 och 2012 har vi blivit bortskämda med kraftig tillväxt i framförallt omsättningen. EBITDA-marginalen blev mycket svaga 2,1%.
- Orders på ett par miljoner kronor föll ut på fel sida kvartalsskiftet vilket delvis förklarar den svaga omsättningen. Resultatet skulle dock ändå blivit svagt.
- På grund av dålig upplösning i redovisningen har vi valt att dra ned våra estimat relativt mycket – vi kan helt enkelt inte följa om bolagets strategi fungerar - något som ffa påverkar resultatet. Vårt nya fundamentala värde ligger på 58,2 kr per aktie. Handelsvolymerna i aktien är fortfarande otillfredsställande.

Lista: Small cap  
 Börsvärde: 179 MSEK  
 Bransch: Life Science  
 VD: Ernst Westman  
 Styrelseordf: Lars-Olof Gustavsson


**Redeye Rating (0-10 poäng)**

**Nyckeltal**

	2010	2011	2012	2013e	2014e	Fakta	
Omsättning, MSEK	229	246	275	280	300	Aktiekurs (SEK)	38,0
Tillväxt	31%	7%	12%	2%	7%	Antal aktier (milj)	4,7
EBITDA	26	19	23	17	29	Börsvärde (MSEK)	179
EBITDA-marginal	11%	8%	8%	6%	10%	Nettoskuld (MSEK)	13
EBIT	20	17	20	14	22	Free float (%)	0,0
EBIT-marginal	9%	7%	7%	5%	7%	Dagl oms. ('000)	6
Resultat före skatt	18	17	20	15	23		
Nettoresultat	18	10	11	8	16		
Nettomarginal	8%	4%	4%	3%	5%		
Utdelning	0,0	0,0	0,5	0,5	0,6	Analytiker:	
VPA	3,78	2,14	2,33	1,64	3,36	Peter Östling	
VPA just	3,78	2,14	2,33	1,64	3,36	peter.ostling@redeye.se	
P/E just	10,1	17,7	16,3	23,1	11,3	Klas Palin	
P/S	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	klas.palin@redeye.se	
EV/S	0,8	0,6	0,7	0,7	0,6		
EV/EBITDA just	7,2	8,1	8,1	11,0	6,6		

**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) branschfarenhet, 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) oupptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, oupptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

## ...och än slant han ned i diket

*Svag omsättningstillväxt i Q1 även justerat för förskjutna orders*

Rapporterna under 2012 följde ett speciellt mönster; stark tillväxt i omsättningen i varje kvartal men rörelseresultatet varierade kraftigt. Tyvärr hände det som ofta sker med bolag av Boules karaktär – ett starkt fjärde kvartal följs upp av ett svagt första kvartal. I första kvartalet för 2013 utvecklades även återigen resultatet riktigt svagt. Omsättningen landade på 63,4 miljoner kronor, vilket var en minskning med 1,4 procent jämfört med Q1 2012. Här finns delvis en förklaring då orders på ett par miljoner föll ut på fel sida kvartalet men även justerat för detta kunde tillväxten mätas i låga ensiffriga tal.

*Låga volymer drog även ned resultatet kraftigt, EBITDA-marginal 2,1%*

Den mest negativa biten i rapporten var dock resultatet, där detta mätt som EBITDA landade på låga 1,4 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 2,1 procent. Bruttomarginalen blev något sämre än våra estimat men mätt på en lägre omsättning betydde detta att Boule redan på denna nivå i resultaträkningen tappade 1,6 miljoner kronor, eller 5 procent mot våra estimat. Övriga rörelsekostnader blev drygt 2 miljoner högre än våra estimat och där har vi sålunda helaavvikelsen från våra estimat. Jämfört med samma period 2012 blev rörelsekostnaderna knappt 4 miljoner högre. Jämfört med andra bolag som drabbats av en svag försäljning verkar det inte finnas samma beredskap och flexibilitet i Boules kostnadsstruktur.

*Organisationsförändringar i Nordamerika påverkar försäljning negativt i Q1*

Boule meddelar i rapporten att de startat året med att genomföra förändringar i sin försäljnings- och supportorganisation i Nordamerika, deras största marknad. Detta har stört försäljningen av framför allt humansystem under kvartalet. Mellan raderna kan vi dock även läsa att den underliggande tillväxten varit svagare än tidigare.

### Utfall vs. Estimat Q1 2013

Q1-2013	Utfall	Redeye	Förra året
Försäljning	63,4	66,5	64,3
Hematologiinstr	30,1	31,2	29,6
Förbrukn. Mtrl	27,3	30,3	29,7
Bruttovinst	27,9	29,5	28,3
EBIT	0,5	4,2	4,6
PTP	-0,2	4,4	4,4
EPS	-0,36	0,67	0,47
Bruttomarg.	44,0%	44,3%	44,0%
EBIT-marginal	0,7%	6,3%	7,1%
Avvikelse		Redeye	Förra året
Sales		-4,6%	-1,4%
Hematologiinstr.		-3,5%	1,7%
Förbrukn mtrl		-9,9%	-8,0%
Bruttovinst		-5,3%	-1,5%
EBIT		-88,9%	-89,8%

Källa: Redeye Research

*Svag kinesisk efterfrågan under Q1 pga lageruppbbyggnad under 2012*

En övervägande del av Boules omsättning sker genom distributörer och det är emellanåt uppenbart att bolaget inte har någon kontroll över hur stora lager de olika distributörerna sitter med, då Boule inte verkar ha någon direkt koll på efterfrågan hos slutkunderna. Vi såg detta hända under 2012 med Indien. I Q1 2013 var det de kinesiska distributörerna som byggt upp stora lager, vilket naturligtvis påverkade deras köpmönster under kvartalet. Om vi ser på utvecklingen under 2012 med en tillväxt i omsättningen till Kina på 158 procent, så kanske vi borde, med eftertankens bleka krankhet, ifrågasatt om inte det varit någon form av lageruppbbyggnad. Samtidigt borde bolaget nämnt detta då det inträffade, inte i efterhand, som nu skedde. I Kina såg Boule även en ökande konkurrens från 5-part-system, en produkt som Boule för närvarande inte tillhandahåller på den kinesiska marknaden. Boule nämner i sin årsredovisning att de förväntar sig att dess egen 5-partslösning, Quintus, kommer registreras i Kina under andra halvåret i år.

*Har Boule egentligen koll på efterfrågan?*

Vad som stör oss ytterligare är de signaler som bolaget skickade ut i årsredovisningen. Till skillnad från Cellavision som flaggade för en dämpad efterfrågan under slutet av 2012 samt första delen av 2013, fanns inget i VD ordet för Boule som indikerar på en dämpad efterfrågan, snarare tvärtom. Därför känns den svaga omsättningen något märklig, men verifierar ytterligare det vi nämnde i stycket här ovanför.

*Svårt att utvärdera om Boules strategi med reagenser till egna instrument verkligen är framgångsrik*

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. Vi får till stor del gissa oss fram hur de olika delarna inom förbrukningsvaror utvecklats. Detta är olyckligt, eftersom det blir mycket svårare för aktiemarknaden att utvärdera huruvida Boules strategi verkligen fungerar. Tidigare redovisade Boule en uppdelning av förbrukningsvaror i sin årsredovisning, men den har nu också tagits bort. Genom samtal med ledningen och kommentarer i kvartalsrapporterna fick vi reda på att den så kallade OEM-försäljningen fortsatt går knackigt. Tittar vi på den totala försäljningen av förbruknings i Q1 2013 verkar det som om ingen del av förbrukningsvaror har någon vidare utveckling. Vår bedömning är att OEM och CDS bitarna minskade i kvartalet, medan de egna reagenserna utvecklades marginellt positivt.

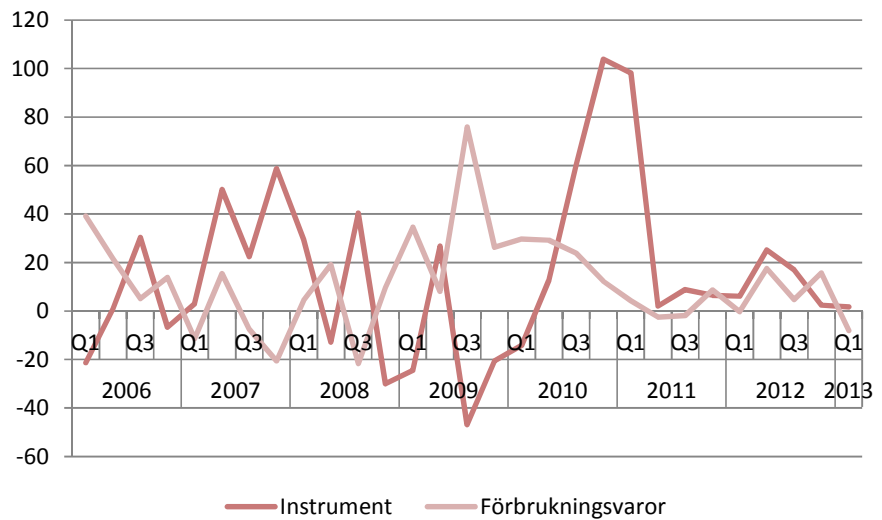
*OEM-verksamheten ska byggas ut*

Under posten "förbrukningsmaterial" sker således saker som vi endast kan bedöma genom samtal med bolaget och genom egna bedömningar. Boule meddelar i rapporten att OEM-verksamheten ska byggas ut vid den amerikanska siten och att de i början av april tecknat ett nytt hyresavtal som möjliggör en sådan expansion av OEM-produktionen. Vid samtal med bolaget meddelar de att de förhandlar om flera nya större uppdrag.

Däremot innehåller årsredovisningen en otrolig upplösning avseende omsättningens fördelning på olika geografiska territorier.

**Tillväxt Instrument och förbrukningsvaror**

Låg tillväxt på både instrument och reagenser – ingen bra trend de senaste kvartalen



Källa: Redeye Research

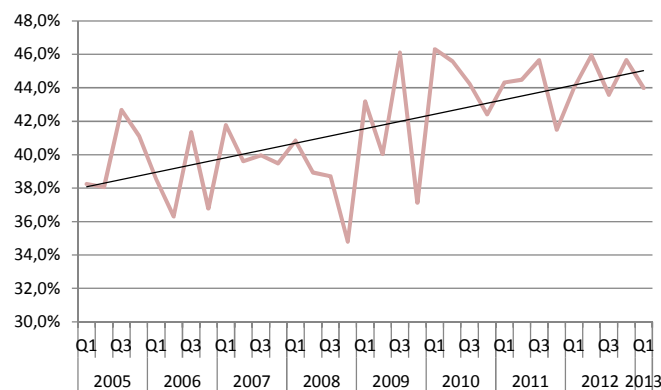
Stort tapp i reagensförsäljning till äldre produkter – pirattillverkare tar över

En anledning till den låga tillväxten för reagenser är att Boule sett et stort tapp avseende försäljning av egna reagenser till de gamla, öppna systemen. Här har pirattillverkare tagit över två stora marknader. Denna del ska successivt fasas ut men det finns fortfarande flera tusen instrument av den gamla typen i drift runt om i världen. En utmaning, men också möjlighet, är naturligtvis att uppgradera denna grupp till de nya, låsta systemen.

Som vi nämnt i våra tidigare rapporter är det några nyckelfaktorer som vi fokuserar extra mycket på, bland annat försäljning av förbrukningsvaror och bruttomarginalförbättring. Den första punkten har vi diskuterat tidigare i denna uppdatering och här famlar vi i stort sett i mörker. När det gäller bruttomarginalen så blev den något sämre än våra estimat och landade på 44 procent. Om vi tittar på de 8 senaste åren är trenden positiv, men tittar vi på perioden från 2009 fram till idag så verkar det som om bruttomarginalen oscillerar mellan 42 och 46 procent

**Utveckling av bruttomarginalen 2005- 2013 Q1**

Trendmässig positiv utveckling av bruttomarginalen....

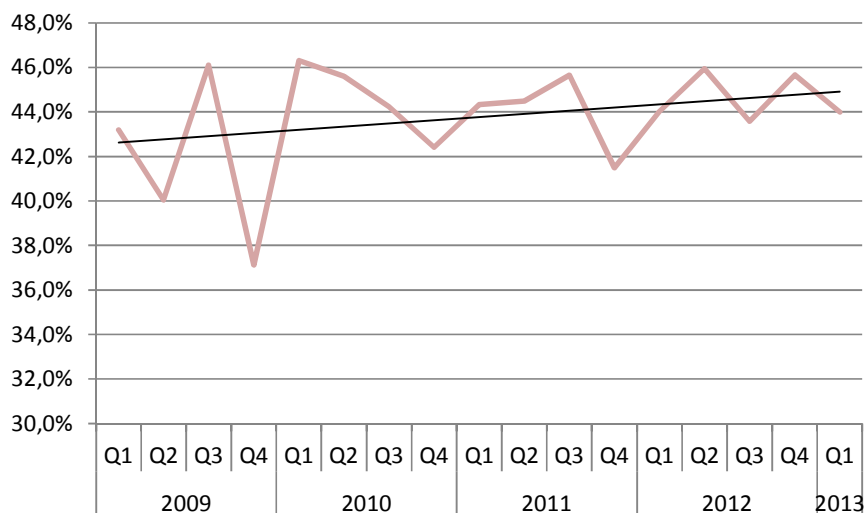


Källa: Redeye research, Bolagets kvartalsrapporter

Bolaget gör ingen speciell kommentar avseende bruttomarginalen och det kan tyckas paradoxalt att bruttomarginalen ökar trendmässigt 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.

### Utveckling av bruttomarginalen 2009- 2013 Q1

..men de senaste 4 åren har trenden planat ut



Källa: Redeye research, Bolagets kvartalsrapporter

### Kostnadsutfall vs estimat Q1 2013

Prognoser, Boule											
(SEKm)	2012				2013				Redeye 1Kv13	Diff SEK	Diff %
	1Kv12	2Kv12	3Kv12	4Kv12	1Kv13	2Kv13	3Kv13	4Kv13			
Hematologiinstrument	29,6	30,9	29,0	37,2	30,1	32,0	29,2	35,1	31,2	-1,1	-4%
POC-instrument											
Förbrukningsvaror	29,7	33,8	28,5	33,2	27,3	39,0	30,1	38,0	30,3	-3,0	-10%
Övrigt	5,0	6,2	6,3	5,9	6,0	6,0	6,3	4,5	5,0	1,0	20%
<b>Försäljning</b>	<b>64,3</b>	<b>70,9</b>	<b>63,8</b>	<b>76,3</b>	<b>63,4</b>	<b>77,0</b>	<b>65,6</b>	<b>77,7</b>	<b>66,5</b>	-3,1	-5%
Kostad för sålda varor	-36,0	-38,3	-36,0	-41,5	-35,5	-42,4	-36,3	-42,8	-37,0	1,5	-4%
<b>Bruttovinst</b>	<b>28,3</b>	<b>32,6</b>	<b>27,8</b>	<b>34,8</b>	<b>27,9</b>	<b>34,7</b>	<b>29,3</b>	<b>34,9</b>	<b>29,5</b>	-1,6	-5%
Försäljningskostnader	-11,5	-13,6	-13,3	-16,0	-13,3	-15,4	-13,4	-15,5	-12,9	-0,4	3%
Administrationskostnader	-6,6	-5,4	-5,6	-7,6	-7,5	-6,4	-5,7	-6,9	-5,8	-1,7	29%
FoU-kostnader	-4,8	-6,3	-6,1	-4,9	-6,4	-6,6	-5,6	-6,7	-5,7	-0,7	11%
Övrigt	-0,9	1,0	-1,2	-0,3	-0,2	1,0	-1,2	0,0	-0,9	0,6	
<b>Rörelseresultat</b>	<b>4,6</b>	<b>8,3</b>	<b>1,6</b>	<b>6,0</b>	<b>0,5</b>	<b>7,2</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	-3,7	-89%
Finansnetto	-0,1	0,1	-0,6	0,5	-0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,9	nm
<b>Resultat före skatter</b>	<b>4,4</b>	<b>8,4</b>	<b>1,0</b>	<b>6,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>7,4</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	-4,7	-105%
Skatter	-2,2	-3,8	-0,1	-3,2	-1,5	-2,5	-1,4	-1,6	-1,3	-0,2	16%
<b>Nettovinst</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>4,9</b>	<b>2,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	-4,9	-154%
VPA	0,47	0,98	0,20	0,69	-0,36	1,05	0,46	0,93	0,67	-1,0	-154%
Genomsnittligt antalet aktier	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707		
<i>Försäljningstillväxt, rapporterad</i>	1,8%	23,2%	10,6%	12,7%	-1,4%	8,6%	2,8%	1,8%	3,4%		
<i>Bruttomarginal</i>	44,0%	45,9%	43,6%	45,7%	44,0%	45,0%	44,7%	44,9%	44,3%		
<i>Rörelsemarginal före FoU</i>	14,5%	20,5%	12,1%	14,3%	10,8%	17,9%	13,7%	16,0%	14,9%		
<i>Rörelsemarginal, rapporterad</i>	7,1%	11,6%	2,5%	7,8%	0,7%	9,3%	5,1%	7,4%	6,3%		

Källa: Redeye Research

Om vi övergår till de övriga rörelsekostnaderna hamnade dessa på totalt 27,2 miljoner kronor mot vårt estimat på 25,3 miljoner kronor, det vill säga knappt 7 procent högre.

*Rörelsekostnaderna marginellt högre än estimat, justerat för engångsposter*

Som tabellen på föregående sida visar var det framför allt administrations- och FoU-kostnaderna som översteg våra estimat, medan försäljningskostnaderna blev marginellt högre än våra estimat. Boule anger att de haft vissa engångskostnader på 1,2 miljoner kronor under Q1 och justerat för dessa blev rörelsekostnaderna endast 2,7 procent högre än våra estimat.

*Fortsatt hög aktivering av PoC-relaterade kostnader, men dessa förväntas gå ned under året*

Totalt blev FoU-kostnaderna 14 miljoner kronor, varav 7,6 miljoner kronor aktiverades. Våra totala FoU-kostnader var 11,7 miljoner kronor, varav 6 miljoner aktiverades. Det var framför allt PoC-projektet som drog kostnader. Totalt är nu närmare 80 miljoner kronor aktiverade för PoC-projektet. Vi blev lite tagna på sängen av den höga aktiveringen, eftersom Boule redan i Q4 rapporten flaggat för att kostnader relaterade till PoC-projektet skulle omprioriteras till den övriga verksamheten medan bolaget arbetar med en reviderad lanseringsplan för projektet. De kostnader som ändå aktiverades var dock redan i mångt och mycket relaterat till aktiviteter som dragits i gång innan bolaget drog i handbromsen.

*Skattekostnad på 1,5 mkr, men betald skatt blev 0 kr*

Resultatposterna nedanför EBIT-raden är alltid vanskliga att prognosticera. Boule redovisar en skattekostnad trots förlust före skatt. Skattekostnaden är relaterad till så kallade skattemässiga tidsdifferenser kopplade till aktiverade utvecklingsutgifter. Tittar vi i kassaflödesanalysen kan vi således konstatera att bolaget inte betalat någon skatt i kvartalet.

*Valutan påverkade omsättningstillväxten negativt i Q1 med 3%*

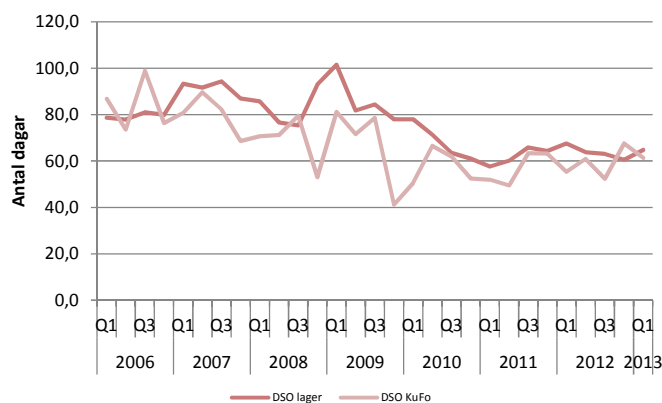
Valutan påverkade omsättningen negativt i Q1 med 3,1 procent, eller 2 miljoner kronor.

## Rörelsekapital och kassaflöde

*Positivt operationellt kassaflöde i Q1 – delta rörelsekapital blev 0*

Det operationella kassaflödet i kvartalet blev svagt positivt tack vare att de höga kundfordringarna vid årsslutet nu betades av. Ökad kapitalbindning i varulager verkade dock åt det negativa hållet. Trenden på DSO är fortfarande positiv men verkar ha parkerat runt 60 dagars-nivån för både KuFo och varulager.

### DSO i KuFo och varulager

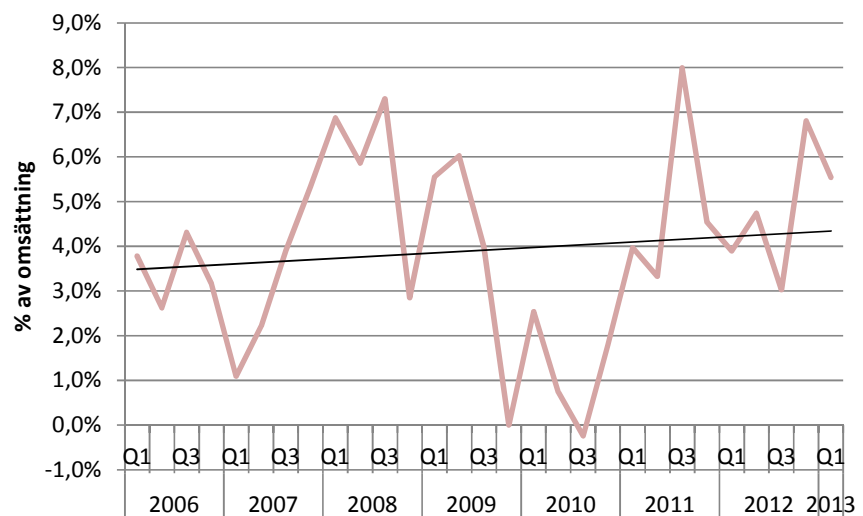


Källa: Redeye research

*Svag trendmässig ökning av RK – inget att oroa sig för*

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 mars var rörelsekapitalet 15 miljoner kronor. Om vi tittar på rörelsekapitalbindningen (exklusive kassa) i förhållande till omsättning, verkar detta relationstal parkerat runt 4-5 procent av omsättningen.

### Rörelsekapital i förhållande till omsättning



Källa: Redeye research

Kassan per 31 mars var knappt 16 miljoner kronor och nettoskulden 13 miljoner kronor. Skuldsättningen i förhållande till rullande 12 månaders EBITDA är låga 0,6x.

### Förändring av estimat och prognoser

*Vi sänker våra estimat avseende reagenser till egna instrument pga dålig transparens i rapporteringen*

Genom att ha lagt in Q1-rapporten i vår modell sjönk estimaten för 2013 avseende omsättning och EBIT-resultat med 1 respektive 18 procent. På grund av den dåliga transparensen i bolagets verksamhet väljer vi att dra ned våra estimat avseende reagenser till de egna instrumenten.

Den förmodligen mest drastiska förändringen i våra estimat avser hur mycket ett instrument genererar i fråga om reagensintäkter. Sedan vi tog upp bevakningen på Boule så har vi använt oss av 7,000 kronor som den intäkt som varje instrument i snitt genererar i form av reagensintäkter. Det har framkommit att en signifikant del av försäljningen avseende instrument vanligtvis även innefattar konsumtion av reagenser för ett visst antal körningar. Vi väljer därför att sänka snittintäkten till 6,000 kronor per instrument.



Rörelsekostnader höjs  
något för 2013 och åren  
därefter

När det gäller rörelsekostnader gör vi smärre förändringar på samtliga kostnadsrader i negativ riktning. När det gäller FoU-kostnader räknar vi med att bolaget kommer aktivera mindre vilket innebär att de ”synliga” FoU-kostnaderna blir högre. Aktiverade PoC-kostnader minskas från 20,2 miljoner kronor till 14,5 miljoner kronor för resten av 2013.

Vi lämnar våra bruttomarginal-estimat intakta.

### Ändrade estimat

Förändring estimat		2013	2014	2015	2016
Hematologiinstr.	Gamla	127,5	133,3	137,1	145,0
	Nya	128,3	134,1	137,9	145,8
<i>Förändring</i>		1%	1%	1%	1%
Förbrukn. varor	Gamla	137,4	161,8	189,8	220,4
	Nya	128,5	143,3	165,8	189,9
<i>Förändring</i>		-6%	-11%	-13%	-14%
Total omsättning	Gamla	286,8	317,1	349,2	387,8
	Nya	279,6	300,3	326,9	359,2
<i>Förändring</i>		-2%	-5%	-6%	-7%
Brutto-marginal	Gamla	44,7%	45,2%	45,6%	46,0%
	Nya	44,7%	45,2%	45,6%	46,0%
EBIT	Gamla	20,5	28,9	37,4	46,9
	Nya	13,5	21,6	28,4	36,3
<i>Förändring</i>		-34%	-25%	-24%	-23%
EBIT-marginal	Gamla	7,1%	9,1%	10,7%	12,1%
	Nya	4,8%	7,2%	8,7%	10,1%
Resultat f skatt	Gamla	21,5	29,9	38,4	47,9
	Nya	11,5	22,6	29,4	37,3
<i>Förändring</i>		-46%	-24%	-23%	-22%
VPA	Gamla	3,12	4,31	5,54	6,92
	Nya	0,96	3,36	4,38	5,54
<i>Förändring</i>		-69%	-22%	-21%	-20%

Källa: Redeye Research

### Nya estimat

Prognoser, Boule (SEKm)	2012				2013			
	1Kv12	2Kv12	3Kv12	4Kv12	1Kv13	2Kv13	3Kv13	4Kv13
Hematologiinstrument	29,6	30,9	29,0	37,2	30,1	32,8	29,2	36,2
POC-instrument								
Förbrukningsvaror	29,7	33,8	28,5	33,2	27,3	35,0	30,6	35,6
Övrigt	5,0	6,2	6,3	5,9	6,0	6,0	6,3	4,5
<b>Försäljning</b>	<b>64,3</b>	<b>70,9</b>	<b>63,8</b>	<b>76,3</b>	<b>63,4</b>	<b>73,8</b>	<b>66,1</b>	<b>76,3</b>
Kostad för sålda varor	-36,0	-38,3	-36,0	-41,5	-35,5	-40,6	-36,6	-42,0
<b>Bruttovinst</b>	<b>28,3</b>	<b>32,6</b>	<b>27,8</b>	<b>34,8</b>	<b>27,9</b>	<b>33,2</b>	<b>29,5</b>	<b>34,3</b>
Försäljningskostnader	-11,5	-13,6	-13,3	-16,0	-13,3	-15,1	-13,6	-15,6
Administrationskostnader	-6,6	-5,4	-5,6	-7,6	-7,5	-6,3	-5,9	-7,4
FoU-kostnader	-4,8	-6,3	-6,1	-4,9	-6,4	-6,9	-6,1	-7,0
Övrigt	-0,9	1,0	-1,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>4,6</b>	<b>8,3</b>	<b>1,6</b>	<b>6,0</b>	<b>0,5</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>
Finansnetto	-0,1	0,1	-0,6	0,5	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4
<b>Resultat före skatter</b>	<b>4,4</b>	<b>8,4</b>	<b>1,0</b>	<b>6,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>
Skatter	-2,2	-3,8	-0,1	-3,2	-1,5	-2,5	-1,4	-1,6
<b>Nettovinst</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
VPA	0,47	0,98	0,20	0,69	-0,36	0,40	0,45	0,48
Genomsnittligt antalet aktier	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707	4,707
<i>Försäljningstillväxt, rapporterad</i>	1,8%	23,2%	10,6%	12,7%	-1,4%	4,1%	3,6%	0,0%
<i>Bruttomarginal</i>	44,0%	45,9%	43,6%	45,7%	44,0%	45,0%	44,7%	44,9%
<i>Rörelsemarginal före FoU</i>	14,5%	20,5%	12,1%	14,3%	10,8%	16,0%	15,2%	14,8%
<i>Rörelsemarginal, rapporterad</i>	7,1%	11,6%	2,5%	7,8%	0,7%	6,6%	5,9%	5,6%

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. Risken 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 visade finns även fortfarande tekniska risker i projektet.

*DCF-värdet hamnar på 58,2 kr per aktie (70,7)*

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 våra stora förändringar av estimaten inneburit en kraftig påverkan på vårt fundamentala värde. Vår kassaflödesvärdering av Boule Diagnostics ger ett motiverat värde på 58,2 (70,7) kronor per aktie. Vi räknar med en WACC på 14,3 procent. Här skulle man också kunna tänka sig en högre WACC på grund av den dåliga transparensen i redovisningen för att kunna bedöma huruvida bolagets strategi är framgångsrik eller inte. Vi väljer dock i dagsläget att behålla vårt avkastningskrav.

	Per share	Total
	<b>58,2</b>	<b>274</b>
Tillgångar	3,4	16
Inito Debt	6,1	29
DCF 2011-20	23,1	109
DCF 2021-25	16,6	78
DCF 2026-	21,2	100

Källa: Redeye Research

*80 mkr aktiverade i BR avseende PoC*

Efter rapporten för Q4 2012 gjorde vi en sannolikhetsjustering av PoC-projektet på 50 procent. Det kan i dagsläget inte uteslutas att PoC-projektet helt läggs ned. Detta skulle innebära ett nedskrivningsbehov på cirka 80 miljoner kronor, vilket motsvarar de kostnader som aktiverats i balansräkningen för projektet.

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 76,7 kr per aktie...*

En av multipelvärderingarna görs baserat på bolag som agerar inom mer eller mindre samma område inom medicinteknik som Boule. Denna jämförelse visar att Boule på dagens kursnivå runt 38 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.

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

Baserat på en medianmultipl för 2013 avseende EV/Sales skulle Boule värderas till knappt 565 miljoner kronor om bolaget handlades till denna multipl. Det motsvarar en aktiekurs på 120 kronor per aktie, det vill säga mer än 200 procent över dagens kurs. Om vi tar EV/EBITDA multiplerna får vi en lite annan bild. Här får vi ett bolagsvärde som ligger ungefär 13 procent under dagens nivå. Om vi tar ett snitt av dessa två extremer får vi en motiverad kurs på 76,7 kronor per aktie.

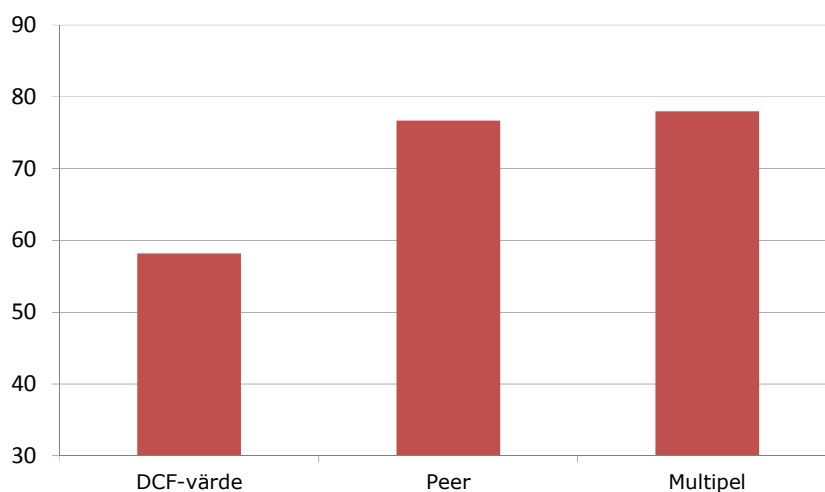
### Multipelvärdering

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.

	Utvalda multiplar	Diskonterat 2019 EV @ 14,3%	Medel
Intäkter	1,5x - 3,5x	301 - 701	501
EBITDA	7x - 9x	259 - 333	296
EBIT	8x - 10x	271 - 339	305
			<b>367</b>

Källa: Redeye Research

### Sammanfattning fundamental värdering



Källa: Redeye Research

### Aktiekursutveckling och handelsvolym

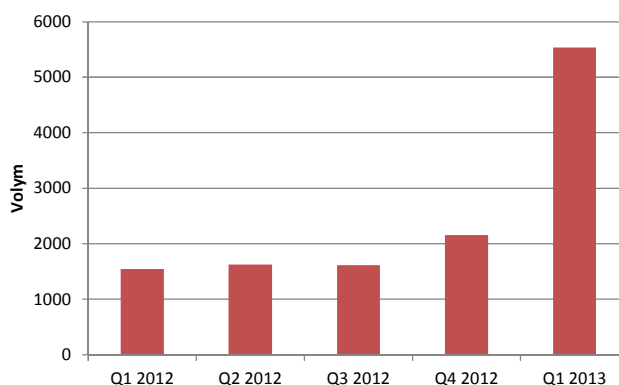
Det är glädjande att notera hur likviditeten ökat markant (även om det är från låga nivåer) under de senaste 6 månaderna. Under perioden 24 september till 4 oktober 2012 genomfördes en begränsad ägarspridning och det verkar som om denna i viss mån fått avsedd effekt. Om vi ser på de senaste 12 månaderna 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 i princip varje dag.

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

Den genomsnittliga omsättningen i aktien var under Q1 2013 varit i snitt 5,535 aktier per dag jämfört med 1,547 under samma period 2012, en klar förbättring men långt ifrån en tillfredsställande nivå. Vi kan jämföra med Cellavision, som hade en genomsnittlig volym på 19,000 aktier under Q1 2013.

*5535 aktier omsatta per dag under Q1 2013 jmf med 1547 under Q1 2012*

### Genomsnittligt antal omsatta aktier per kvartal

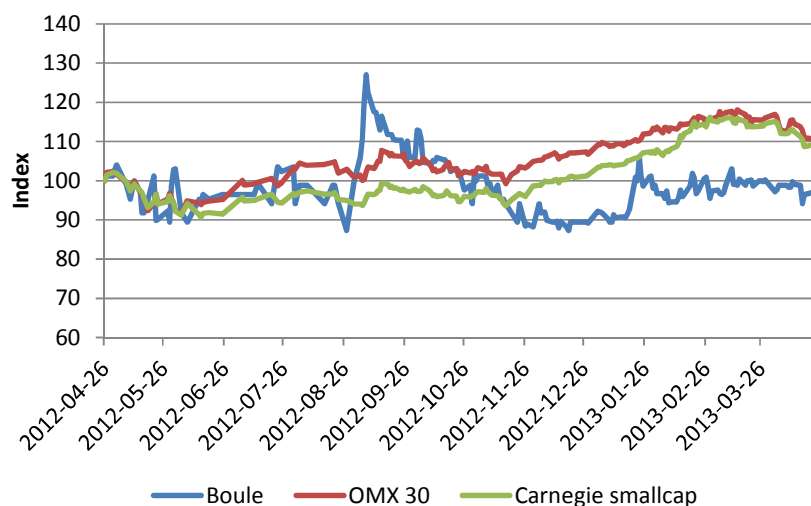


Källa: Bloomberg, Redeye Research

De senaste 12 månaderna och under 2013 har Bouleaktien gått sämre än 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 halkat efter betänkligt. Eftersom handelsvolymerna i aktien är försumbara kan även små köp- och säljorders få stort genomslag på kursen.

### Kursutveckling de senaste 12 månaderna

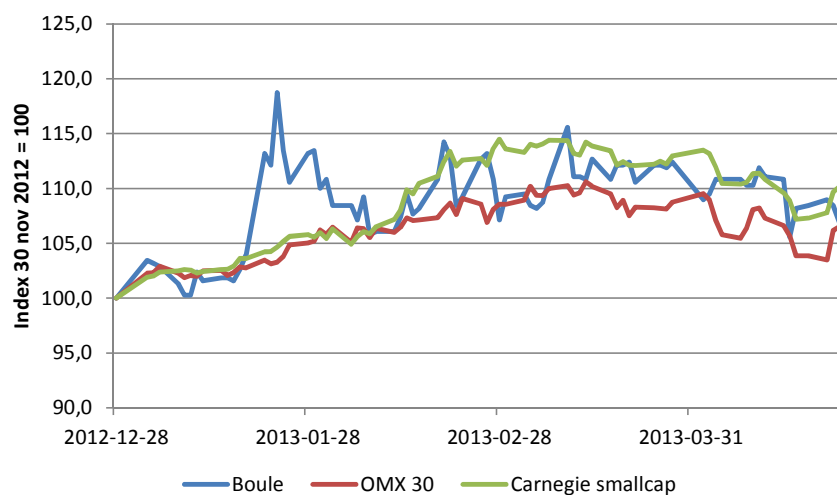
*Svag kursutveckling under hösten 2012*



Källa: Redeye research, Bloomberg

*Boule-aktien har utvecklats sämre än marknaden under 2013*

### Kursutveckling under 2013



Källa: Redeye research, Bloomberg

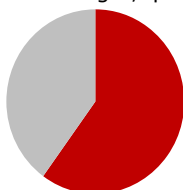
## Sammanfattning Redeye Rating

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:

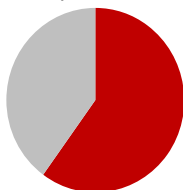
Vi har dragit ned rating för Lönsamhet, Trygg placering och Avkastningspotential med 1, 1,5 respektive 2,5 steg

Ledning 6,0p



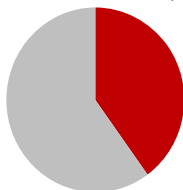
**Kommentar:** Ledningen har lång branschfarenhet men saknar erfarenhet från aktiemarknaden. Bolaget är nynoterat med begränsad aktiemarknadshistorik. Ledningen äger mycket aktier i bolaget, vilket är positivt.

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 4,0p



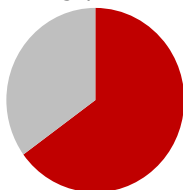
**Kommentar:** Bolaget har visat positivt resultat under flera år men har valt att investera hela överskottet i FoU. Bolaget har hittills inte kunnat visa på någon stabilitet i resultatutvecklingen

Trygg placering 5,0p



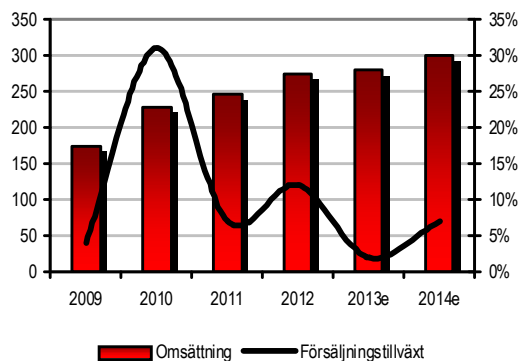
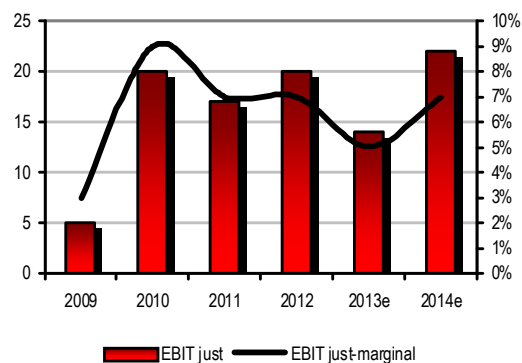
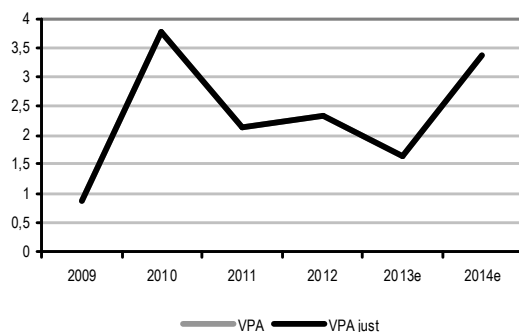
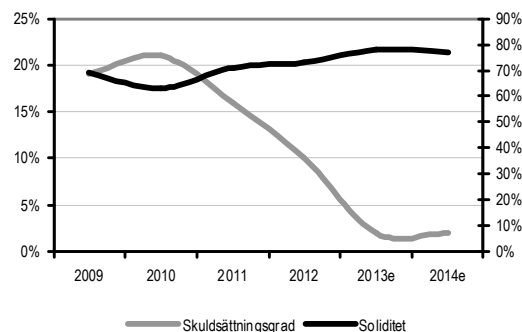
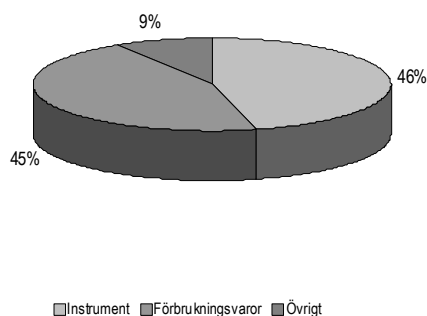
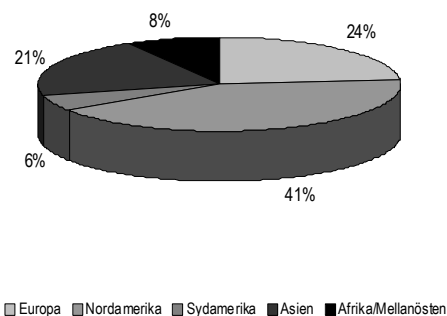
**Kommentar:** Boule säljer genom distributörer på över 100 olika marknader världen över. Bolaget har dock dålig översikt av efterfrågan hos slutkunden vilket kan förklara de plötsliga upptäckterna om lageruppbyggnad hos distributörer

Avkastningspotential 6,5p



**Kommentar:** Boule handlas i dagsläget till en betydligt högre värderingsrabatt än sektorkollegorna, vilket kan förklaras av en relativt svag lönsamhet och volatil rapportshistorik. Bolagets aktie är också extremt illikvid, vilket omöjliggör affärer i aktien



**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 testerna 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, investerarrrelationer 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 kundens 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 objektivt 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 (2013-03-27)**

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	25	17	14	16	21
3,5p - 7,0p	50	59	36	49	51
0,0p - 3,0p	2	1	27	12	5
Antal bolag	77	77	77	77	77

\*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.