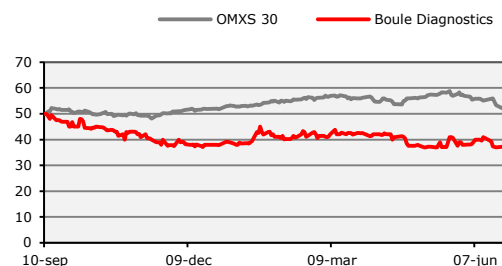


Sammanfattning
Boule Diagnostics (BOUL.ST)
Rekordhög bruttomarginal i Q2

- Boule rapporterade lägre försäljning än väntat i Q2 på grund av en svag instrumentmarknad. Tappet kompenseras delvis av förbrukningsvaror som har högre marginaler vilket gjorde att resultatet på EBIT-nivå kom in något över förväntan.
- Vi kommer följa instrumentförsäljningen noga, men tycker inte att man bör dra alltför långtgående slutsatser från ett enskilt kvartal. Vi ser ingen större dramatik i rapporten och gör endast mindre estimatförändringar.
- Vårt motiverade värde på SEK 61 (58,2) innebär mer än 50% uppsida från dagens aktiekurs. Vi betraktar 2013 som ett mellanår vilket följs av relativt kraftig tillväxt från låga nivåer. Det innebär att värderingsmultiplarna ser väldigt attraktiva ut om man bara blickar ett par år framåt.

Lista: Small cap
 Börsvärde: 187 MSEK
 Bransch: Life Science
 VD: Ernst Westman
 Styrelseordf: Lars-Olof Gustafsson


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

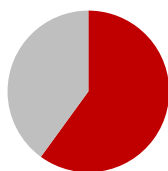
Ledning

Tillväxtpotential

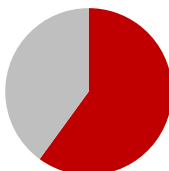
Lönsamhet

Trygg Placering

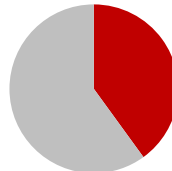
Avkastningspotential



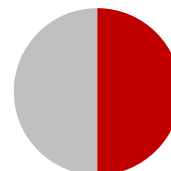
6,0 poäng



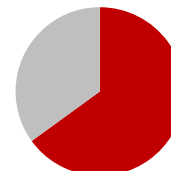
6,0 poäng



4,0 poäng



5,0 poäng



6,5 poäng

Nyckeltal

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	Fakta	
Omsättning, MSEK	246	275	279	299	326	Aktiekurs (SEK)	39,7
Tillväxt	7%	12%	1%	7%	9%	Antal aktier (milj)	4,7
EBITDA	20	24	16	25	33	Börsvärde (MSEK)	187
EBITDA-marginal	8%	9%	6%	8%	10%	Nettoskuld (MSEK)	10
EBIT	17	20	12	21	28	Free float (%)	47 %
EBIT-marginal	7%	7%	4%	7%	9%	Dagl oms. ('000)	6
Resultat före skatt	18	20	11	20	28		
Nettoresultat	10	11	9	15	21		
Nettomarginal	4%	4%	3%	5%	6%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,50	0,50	0,90	1,60	Analytiker:	
VPA	2,15	2,35	1,81	3,15	4,47	Björn Olander	
P/E	14,9	16,1	21,9	12,6	8,9	bjorn.olander@redeye.se	
EV/Sales	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	Klas Palin	
EV/EBITDA	6,4	7,8	12,1	8,0	6,0	klas.palin@redeye.se	

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) bransch erfarenhet, 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) konjunkturkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunkturkänslighet 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.

Förbrukningsvaror drev resultatet

*Små estimatförändringar
och motiverat värde upp
till 61 kronor per aktie*

Boule Diagnostics rapporterade en svag instrumentförsäljning i Q2, men bruttomarginalen blev rekordhög på grund av en gynnsam produktmix med en stor andel förbrukningsvaror. Det medförde att resultatet slog våra förväntningar på resultat före skatt med cirka en miljon. Vi ser ingen större dramatik i rapporten även om vi kommer följa instrumentförsäljningen noga, inte minst som bolaget också understryker att läget är svårt att bedöma. Osäkerheten kring POC-projektet kvarstår. Vi gör endast mindre estimatrevideringar och vårt nya motiverade värde är 61 kronor per aktie.

Försäljningen upp 2% i lokala valutor

Boule rapporterade en försäljning på 71,3 (71,0) miljoner kronor vilket var 3% lägre än våra förväntningar. Den rapporterade tillväxten på 0,4% motsvarade en ökning på 2,0% i lokala valutor. Det var framför allt Nordamerika som överraskade på nedsidan vilket till stor del berodde på en utmanande instrumentmarknad. Bolaget framhåller att konsolidering av distributörer kombinerat med en återhållsamhet på grund av konjunkturen som de främsta faktorerna bakom svagheten i regionen. De framhåller att det är svårt att bedöma hur detta kommer utveckla sig närmaste tiden, men hoppas på en vändning närmaste kvartalen. I övrigt fortsätter satsningarna på tillväxtmarknader som Dubai och Mexiko vilket i bästa fall skulle kunna visa positivt resultat redan i slutet av 2013, men vi tror att den effekten i så fall kommer vara begränsad. Västeuropa fortsätter att vara svagt medan Östeuropa fortfarande inte visar tecken på avmattning.

*Svag
instrumentförsäljning,
men mer
förbrukningsvaror*

Förväntat vs. utfall - Försäljning

Produktkategori	Utfall	Redeye	Diff%	Förra året	Diff%
Instrument	27,1	32,8	-17,4%	31,0	-12,6%
Förbrukningsvaror	37,7	35,0	7,7%	33,8	11,5%
Övrigt	6,5	6,0	8,3%	6,2	4,8%
Summa	71,3	73,8	-3,4%	71,0	0,4%

Källa: Redeye Research

Den svaga instrumentförsäljningen kompensades till viss del av god försäljning av förbrukningsvaror som har betydligt högre bruttomarginaler.

Förbrukningsvaror räddade resultatet

*Högre bruttomarginal på
grund av gynnsammare
produktmix*

Förbrukningsvaror har betydligt högre bruttomarginaler än instrument. Därmed blev kvartalets produktmix med ovanligt mycket förbrukningsvaror och ovanligt lite instrument väldigt gynnsam för bruttomarginalen vilket förklarar den rekordstarka bruttomarginalen på 46,6% (46,0%). Våra förväntningar låg på 45,0% och den skillnaden kan helt och hållet tillskrivas avvikelsen i produktmix.

Kostnaderna ökade jämfört med förra året och det är framför allt drivet av försäljning och administration vilket är en naturlig följd av satsningarna på nya marknader. EBIT-marginalen hamnade på 7,8% (11,7%) jämfört med

våra förväntningar på 6,6%, men det är framför allt den starka bruttomarginalen som slår igenom även på EBIT-nivå.

Förväntat vs. utfall					
	Utfall	Redeye	Diff%	Förra året	Diff%
Omsättning	71,3	73,8	-3,4%	71,0	0,4%
KSV	-38,1	-40,6		-38,3	
Bruttoresultat	33,2	33,2	-0,1%	32,6	1,7%
Övr rörelseint.	0,9	0,0		0,1	
Förs. kostn.	-15,1	-15,1		-13,6	
Admin	-7,2	-6,3		-5,4	
FoU	-6,4	-6,9		-6,3	
Övr rörelsekostn.	0,2	0,0		0,8	
EBIT	5,6	4,9	14,1%	8,3	-33,0%
Finansnetto	-0,1	-0,5		0,1	
Res f skatt	5,4	4,4	23,7%	8,4	-35,7%
Skatt	0,5	-2,5		-3,8	
Resultat	5,9	1,9	215,1%	4,7	26,6%
Vinst per aktie, SE	1,25	0,40	214,5%	0,99	26,3%
Bruttomarginal	46,6%	45,0%		46,0%	
EBIT-marginal	7,8%	6,6%		11,7%	

Källa: Redeye Research

Högre EBIT trots lägre försäljning

Sammantaget kom EBIT in 0,7 miljoner kronor högre än våra förväntningar trots att försäljningen var 2,5 miljoner lägre. Man bör dock ha i åtanke att kvartalsvariationerna brukar vara ganska betydande. Den rapporterade skatten påverkades positivt av förändring av uppskjuten skatteskuld på aktiverade utvecklingsutgifter. Skatten som rapporteras i resultaträkningen fluktuerar mellan kvartalen, men kassaflödesmässigt är det betydligt mindre variationer.

Sammantaget väcker den svaga instrumentförsäljningen frågetecken samtidigt som det är positivt att förbrukningsvarorna slog våra förväntningar. Det finns betydande potential att öka andelen förbrukningsvaror efterhand som den installerade basen växer vilket skulle leda till en ökad stabilitet och högre marginaler. Man bör ha i åtanke att kvartalsvariationerna är relativt stora och vi ser ingen anledning att dra alltför långtgående slutsatser baserat på ett enskilt kvartal.

Fortfarande osäkert när POC-systemet kan lanseras

Boule har under flera år satsat på att utveckla ett instrument som är enklare och billigare än befintliga produkter och därmed passa väl för analyser utförda närmare patienten snarare än på laboratorier. Detta så kallade point-of-care (POC) system har utvecklats sedan 2005 i nära samarbete med ett bolag som nu hör till det amerikanska företaget Alere.

Boule hade tidigare för avsikt att lansera systemet för veterinärmarknaden under 2013 och därefter stegvis på humanmarknaderna i Europa och USA under 2014. I samband med Q4-rapporten 2012 tvingades bolaget meddela att de stött på tekniska problem vid produktionen av det nya instrumentet vilket medförde att det inte uppfyllde kraven på robusthet. Därmed har inte de kliniska studierna kunnat starta som planerat och bolaget ska återkomma med en uppdaterad tidplan över lanseringen.

Vi är övertygade om att problemen går att lösa, men att bolaget nu vill vara komfortabla med den nya tekniska lösningen och framför allt att de inte ska behöva backa från en externt kommunicerad tidplan igen. Vi räknar med ca 4 miljoner kronor i försäljning under 2014 vilket är ganska försiktigt.

Så sent som till bolagsstämman i april upprepade bolaget att marknadspotentialen för POC bedöms till 300 miljoner dollar och att Boule har som mål att ta 50% av den marknaden. Det skulle i så fall innebära omkring en miljard kronor i försäljning till slutkund. Ur det perspektivet är det viktigare att en bra produkt lanseras på ett effektivt sätt snarare än exakt vilket kvartal man påbörjar försäljningen.

Om POC-satsningen mot förmodan skulle läggas ned av någon anledning skulle det innebära en nedskrivning av nästan alla aktiverade utvecklingsavgifter som vid utgången av Q2 låg på 87 miljoner kronor. Även om det inte är kassaflödespåverkande skulle det förutom en missad möjlighet även innebära en stor prestigeförlust för bolaget. Det är ytterligare en aspekt som övertygar oss om att bolaget kommer fortsätta POC-satsningen med minst lika stor kraft som hittills.

Avtal med CVS stärker veterinärpositionen i UK

Efter rapporten tillkännagav Boule att de tecknat ett avtal med CVS group vilket är ett av Storbritanniens största företag inom veterinärmedicin och -diagnostik. Avtalet löper över sju år och Boule bedömer att det ska kunna generera minst 25 miljoner kronor under den perioden. Med en initial försäljning av instrument följt av kontinuerlig försäljning av förbrukningsvaror bör avtalet generera i storleksordning 6-7 miljoner kronor per år under de två första åren och därefter 2-3 miljoner per år.

Vi ser avtalet som ett gott kvalitetstecken för Boules instrument och en tilltro till förmågan att tillhandahålla en hög och tillförlitlig kvalitet till en krävande kund. CVS har närmare 250 kliniker och sex diagnostiska laboratorier och vi bedömer att det här avtalet för Boules produkter direkt till klinikerna även om det inte är POC-produkter. Vi tror också att det kommer vara givande för Boule att arbeta tillsammans med en så pass stor organisation som dessutom har som ambition att växa såväl organiskt som genom förvärv av nya kliniker.

Fortfarande ingen reviderad tidplan för POC-lanseringen

Boule bedömer att deras POC-system kommer kunna sälja för en miljard kronor i kundledet

Avtal med stor veterinärkund i UK efter Q2-rapporten

Finansiella prognoser

Vi gör relativt små estimatförändringar efter rapporten. Försäljningen sänks med ca en miljon under 2013-15E. EBIT sänks med drygt en miljon 2013-14E, men behålls oförändrad för 2015E.

För 2013E räknar vi med endast 1,4% högre försäljning än 2012, men högre kostnader leder till att EBIT sänks till 12,4 miljoner kronor jämfört med 20,4 miljoner under 2012. För 2014E räknar vi med en försäljningstillväxt på 7,1% vilket leder till bättre balans mellan kostnader och intäkter och expanderar EBIT marginalen till 6,9% jämfört med 4,4% för 2013E.

2013 ett mellanår följt av kraftig vinststillväxt från relativt blygsamma nivåer

Estimatförändringar

Efter att ha inkluderat Q2 och gjort mindre justeringar av estimaten är inverkan på försäljningen marginellt negativ, bruttomarginalen något högre och 1-2 miljoner kronor högre operationella kostnader per år. I absoluta tal sänks EBIT med en dryg miljon 2013-14E, men inverkan 2015E är neutral.

Små estimatförändringar efter rapporten

Estimatförändringar				
	2013E	2014E	2015E	
Nya estimat				
Försäljning	279,4	299,2	326,0	
Bruttovinst	125,5	135,6	150,5	
EBIT	12,4	20,5	28,4	
Resultat per aktie	1,81	3,15	4,47	
Tillväxt	1,4%	7,1%	9,0%	
Bruttomarginal	44,9%	45,3%	46,2%	
EBIT marginal	4,4%	6,9%	8,7%	
Gamla estimat				
Försäljning	279,6	300,3	326,9	
Bruttovinst	124,9	135,8	149,1	
EBIT	13,5	21,6	28,4	
Resultat per aktie	0,96	3,36	4,38	
Tillväxt	1,6%	7,4%	8,9%	
Bruttomarginal	44,7%	45,2%	45,6%	
EBIT marginal	4,9%	7,2%	8,7%	
Förändring (%)				
Försäljning	-0,1%	-0,4%	-0,3%	
Bruttovinst	0,4%	-0,1%	1,0%	
EBIT	-8,4%	-5,1%	-0,1%	
Resultat per aktie	88,1%	-6,4%	2,1%	
Tillväxt	-0,1%	-0,3%	0,1%	
Bruttomarginal	0,2%	0,1%	0,6%	
EBIT marginal	-0,5%	-0,3%	0,0%	

Källa: Redeye Research

Detaljerade estimat

Detaljerade estimat per år

Försäljning	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Instrument	86,5	68,8	95,2	113,7	126,8	124,9	126,8	128,8
Point-of-care	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	5,6
Förbrukningsvaror	68,8	90,8	112,5	114,5	125,2	131,2	145,0	167,8
Övrigt	13,4	15,9	21,7	18,0	23,4	23,3	23,5	23,8
Summa	168,7	175,5	229,4	246,2	275,4	279,4	299,2	326,0
Nettoomsättning	168,7	175,5	229,4	246,2	275,4	279,4	299,2	326,0
Kostnad för sålda varor	-104,1	-102,7	-127,2	-138,1	-151,8	-153,9	-163,5	-175,5
Bruttoresultat	64,6	72,8	102,2	108,1	123,6	125,5	135,6	150,5
Övriga rörelseintäkter	5,1	3,0	0,1	0,6	0,1	1,2	1,0	1,4
Försäljningskostnader	-30,5	-35,4	-39,7	-44,5	-54,4	-58,2	-59,2	-63,6
Admin	-10,8	-11,8	-20,5	-24,6	-25,1	-28,8	-27,5	-28,7
FoU-kostnader	-36,2	-34,4	-19,6	-22,5	-22,2	-26,4	-26,9	-28,0
Övriga rörelsekostnader	-1,3	-3,7	-2,2	0,0	-1,5	-0,9	-2,4	-3,2
Rörelseresultat	-9,2	-9,5	20,3	17,2	20,4	12,4	20,5	28,4
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,1	0,5	0,9	0,1	0,0	0,0
Räntekostnader	3,9	-0,8	-0,9	-1,4	-0,5	-1,2	-0,8	-0,4
Valutakursdifferens	0,0	0,0	-1,2	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	0,0
Andel intresseföretag	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Reavinst	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-5,5	-10,3	18,7	17,5	20,3	11,0	19,8	28,1
Skatt	0,0	-0,4	0,2	-7,4	-9,2	-2,5	-4,9	-7,0
Periodens resultat	-5,5	-10,7	18,9	10,1	11,1	8,5	14,8	21,1
Resultat per aktie, SEI	-1,60	-3,08	5,45	2,14	2,33	1,81	3,15	4,47

Källa: Redeye Research

Detaljerade estimat per kvartal

Försäljning	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E
Instrument	29,6	31,0	29,0	37,2	30,1	27,1	29,5	38,2
Point-of-care	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förbrukningsvaror	29,7	33,8	28,5	33,2	27,3	37,7	30,6	35,6
Övrigt	5,0	6,2	6,3	5,9	6,0	6,5	6,3	4,5
Summa	64,3	71,0	63,8	76,3	63,4	71,3	66,4	78,3
Nettoomsättning	64,3	71,0	63,8	76,3	63,4	71,3	66,4	78,3
Kostnad för sålda varor	-36,0	-38,3	-36,0	-41,5	-35,5	-38,1	-36,7	-43,7
Bruttoresultat	28,3	32,7	27,8	34,8	27,9	33,2	29,7	34,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,9	0,2	0,2
Försäljningskostnader	-11,5	-13,6	-13,3	-16,0	-13,3	-15,1	-13,7	-16,1
Admin	-6,6	-5,4	-5,6	-7,6	-7,5	-7,2	-6,5	-7,6
FoU-kostnader	-4,8	-6,3	-6,1	-4,9	-6,4	-6,4	-6,3	-7,4
Övriga rörelsekostnader	-1,0	0,8	-1,0	-0,4	-0,3	0,2	-0,4	-0,4
Rörelseresultat	4,6	8,3	1,6	6,0	0,5	5,6	3,1	3,2
Ränteintäkter	0,1	0,0	0,0	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Valutakursdifferens	-0,2	0,1	-0,3	-0,1	-0,4	0,1	0,0	0,0
Andel intresseföretag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reavinst	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	4,4	8,4	1,0	6,4	-0,2	5,5	2,8	3,0
Skatt	-2,2	-3,8	-0,1	-3,2	-1,5	0,5	-0,7	-0,7
Periodens resultat	2,2	4,7	0,9	3,2	-1,7	5,9	2,1	2,2
Resultat per aktie, SEI	0,45	0,99	0,19	0,69	-0,36	1,25	0,45	0,47

Källa: Redeye Research

Vi betraktar 2013 som ett mellanår där försäljningen ökar med en dryg procent, men där EBIT backar på grund av ökade kostnader på grund av offensiva satsningar

Tredje kvartalet är säsongsmässigt svagt på grund av lägre aktivitet under sommaren

Värdering och aktie

Vårt nya motiverade värde på 61 (58,2) kronor per aktie är i linje med vår DCF-modell och ligger i underkant av värdena som indikeras av vår multipelvärderingsmodell baserad diskontering av estimaten för 2020 samt utdelningar under prognosperioden.

Det är nu cirka 50% uppsida från nuvarande aktiekurs till vårt motiverade värde, men även på den nivån framstår värderingen som attraktiv med hänsyn taget till den relativt kraftiga vinsttillväxten efter 2013 som vi betraktar som ett mellanår. Aktien handlas nu till P/E mindre än 9x våra estimat för 2015.

DCF

Vår diskonterade kassaflödesmodell (DCF) ger ett motiverat värde på 60,6 (58,2) kronor per aktie. Vi använder en diskonteringsränta (WACC) på 14,3 procent för att diskontera kassaflödena under den explicita prognosperioden fram till 2022E och terminalvärdet under de följande åren.

DCF sammanfattning

	SEKm	Per aktie
DCF 2013-22	120	25,4
DCF 2023-	173	36,7
Skulder	-21	-4,4
Kassa	16	3,4
Övrigt	0	0,0
Summa	287	61,0

Källa: Redeye Research

Multipelvärdering

Vi har ansatt intervall av multiplar för några av de vanligaste värderingsmått baserat på vilken värdering ett bolag av Boules karaktär kan förväntas ha när bolaget mognat ytterligare. Dessa multiplar i kombination med våra estimat för 2020E, i förekommande fall tillsammans med nettokassan vid den tidpunkten, ett implicit aktievärde 2020. Genom att diskontera det till nutid och dessutom ta hänsyn till prognosticerade utdelningar under perioden erhålls aktievärden som ska spegla var aktien bör handlas idag.

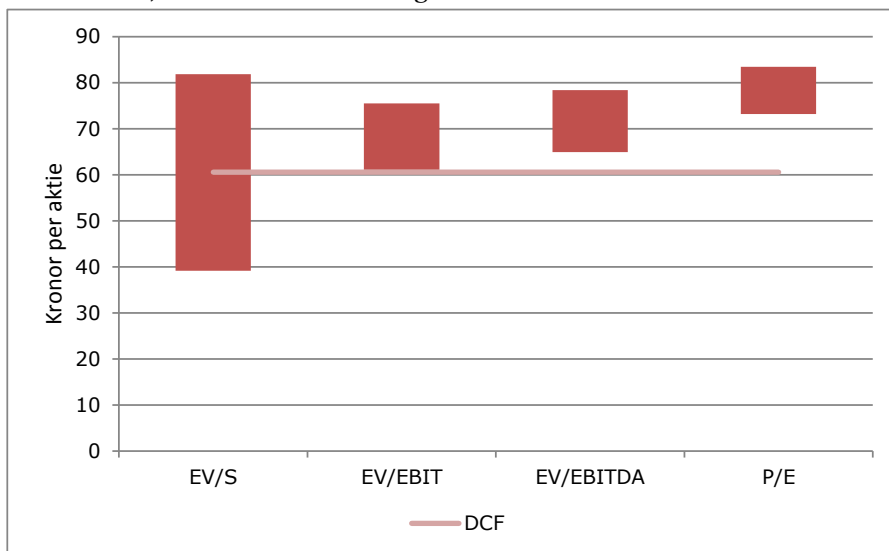
Multipelvärdering

Multipel	Estimat	2020E	Multiplar	Aktievärde idag
EV/S	S	536	0,5x - 1,5x	39 - 82
EV/EBITDA	EBITDA	91	6,0x - 8,0x	65 - 78
EV/EBIT	EBIT	85	7,0x - 9,0x	61 - 75
P/E	EPS	14	12,0x - 14,0x	73 - 83

Källa: Redeye Research

Sammanfattning värdering

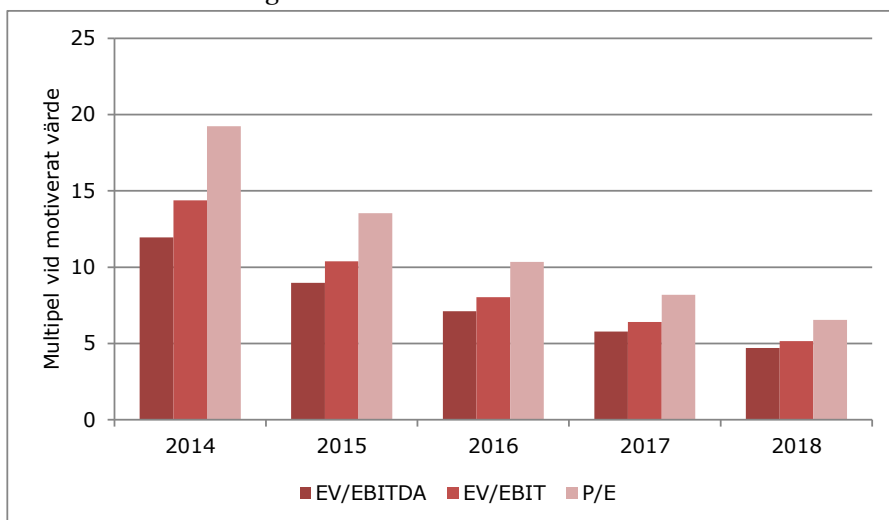
Ett motiverat värde på 61 kronor ligger i linje med DCF-värdet och ligger i mitten av EV/S-spannet från multipelvärderingen. Såväl EV/EBIT, EV/EBITDA som P/E indikerar högre värden, men då bör man ha i åtanke att de baserar sig på estimat som ligger långt fram i tiden. När kommit så långt kan man argumentera för att exempelvis diskonteringsräntan bör ha kommit ned, men där är vi inte idag.



Källa: Redeye Research

Hög vinsttillväxt från låga nivåer ger betydligt attraktivare värderingsmultiplar under kommande år även vid motiverade värdet som ligger ca 50% över nuvarande nivå

Det motiverade värdet (61 kr) ger höga multiplar för innevarande års resultat, men vi förväntar oss en relativt kraftig resultatförbättring under kommande år. Vårt motiverade värde ligger ungefär 50% över nuvarande kurs, men även vid den nivån skulle P/E för 2016 bara vara omkring 10x vilket får anses som lågt.



Källa: Redeye Research

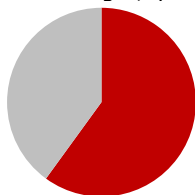
Sammanfattning Redeye Rating

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:

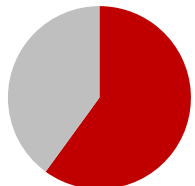
Inga

Ledning 6,0p



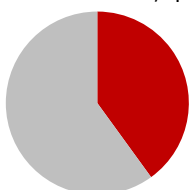
Ledningen har lång bransch erfarenhet men saknar erfarenhet från aktiemarknaden. Bolaget är nnyoterat med begränsa aktiemarknadshistorik. Ledningen äger mycket aktier i bolaget, vilket är positivt.

Tillväxtpotential 6,0p



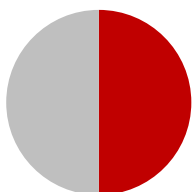
Bolaget agerar på en stor marknad men med begränsad tillväxt. I närtid har de nya instrumenten som är låsta till egna reagenser stor potential. Lansering av ett POC-instrument kommer försenas pga vissa tekniska svårigheter.

Lönsamhet 4,0p



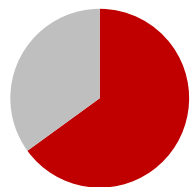
Bolaget har visat positivt resultat under flera år men har valt att investera hela överskottet i FoU. Bolaget har hittills inte kunnat visa på någon stabilitet i resultatutvecklingen

Trygg placering 5,0p



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 lageruppgyggnad hos distributörer

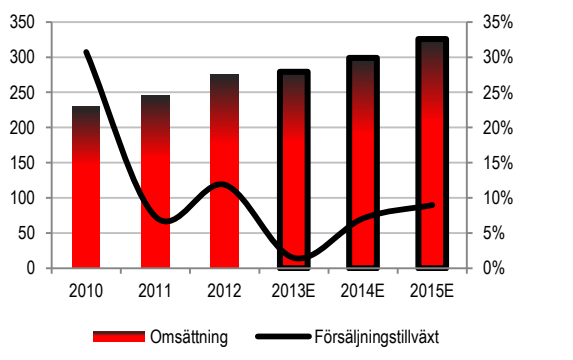
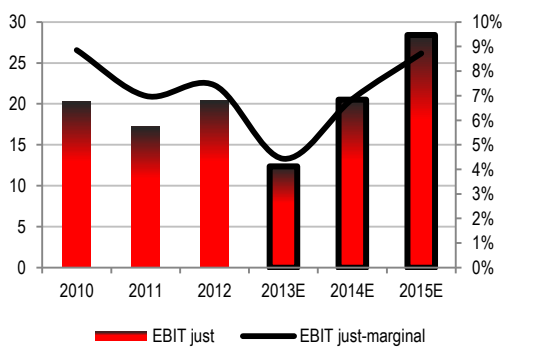
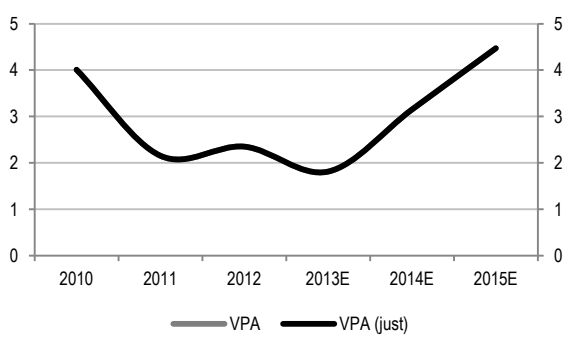
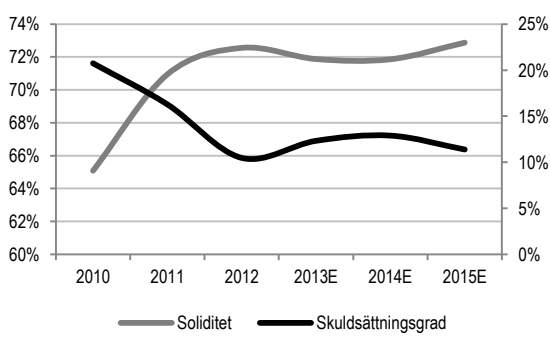
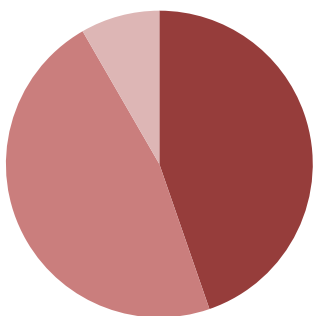
Avkastningspotential 6,5p



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

Resultaträkning	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättning	246	275	279	299	326
Summa rörelsekostnader	-226	-252	-263	-274	-293
EBITDA	20	24	16	25	33
Avskrivningar materiella tillg.	-3	-3	-4	-4	-4
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	17	20	12	21	28
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	-1	-1	0
Valutakursdifferenser	0	-1	0	0	0
Resultat före skatt	18	20	11	20	28
Skatt	-7	-9	-2	-5	-7
Nettoresultat	10	11	9	15	21
Balansräkning	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	54	16	15	16	18
Kundfordringar	43	51	50	52	55
Lager	43	46	46	48	50
Andra fordringar	12	11	11	11	11
Summa omsättn.	152	124	122	127	134
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	12	15	18	20	23
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	64	62	62	62	62
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	43	74	84	94	104
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	119	151	163	176	188
Uppsk. skatteford.	1	1	1	1	1
Summa tillgångar	272	275	286	304	323
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	43	43	43	45	49
Kortfristiga skulder	31	20	23	25	24
Övriga kortfristiga skulder	1	1	1	1	1
Summa kort. skuld	75	63	66	71	73
Räntebr. skulder	1	1	3	3	3
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	75	64	69	74	76
Uppskj. skatteskuld	4	11	11	11	11
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	193	200	206	218	235
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	193	200	206	218	235
Summa skulder och E. Kap.	272	275	286	304	323
Fritt kassaflöde	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättning	246	275	279	299	326
Sum rörelsekost.	-226	-252	-263	-274	-293
Avskrivningar	-3	-3	-4	-4	-4
EBIT	17	20	12	21	28
Skatt på EBIT	-4	-5	-3	-5	-7
NOPLAT	13	16	10	15	21
Avskrivningar	3	3	4	4	4
Bruttokassaflöde	16	19	13	20	26
Föränd. i rörelsekap	-12	-10	1	-2	-2
Investeringar	-29	-35	-16	-17	-17
Fritt kassaflöde	-25	-26	-2	1	7
Kapitalstruktur	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Soliditet	71%	73%	72%	72%	73%
Skuldsättningsgrad	16%	10%	12%	13%	11%
Nettoskuld	-22	5	10	12	9
Sysselsatt kapital	171	205	216	230	244
Kapit. oms. hastighet	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
Tillväxt	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Försäljningstillväxt	7%	12%	1%	7%	9%
VPA-tillväxt (just)	-46%	9%	-23%	74%	42%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
Riskpremie	10,8 %	NPV FCF (2013-2015)	5		
Betavärde	1,3	NPV FCF (2016-2022)	114		
Riskfri ränta	1,8 %	NPV FCF (2023-)	173		
Räntepremie	5,0 %	Rörelsefrämmande tillgångar	16		
WACC	14,3 %	Räntebärande skulder	-21		
		Motiverat värde MSEK	287		
Antaganden 2015-2021					
Genomsn. förs. tillv.	8,7 %	Motiverat värde per aktie, SEK	61,0		
EBIT-marginal	14,3 %	Börskurs, SEK	39,7		
Lönsamhet	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	6%	6%	4%	7%	9%
ROCE	9%	9%	5%	9%	11%
ROIC	10%	9%	5%	7%	9%
EBITDA-marginal	8%	9%	6%	8%	10%
EBIT-marginal	7%	7%	4%	7%	9%
Netto-marginal	4%	4%	3%	5%	6%
Data per aktie	2011	2012	2013E	2014E	2015E
VPA	2,15	2,35	1,81	3,15	4,47
VPA just	2,15	2,35	1,81	3,15	4,47
Utdelning	0,00	0,50	0,50	0,90	1,60
Nettoskuld	-4,74	1,07	2,13	2,49	1,88
Antal aktier	4,71	4,71	4,71	4,71	4,71
Värdering	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Enterprise Value	128,3	183,4	196,9	198,6	195,7
P/E	14,9	16,1	21,9	12,6	8,9
P/S	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
EV/S	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	6,4	7,8	12,1	8,0	6,0
EV/EBIT	7,5	9,0	15,9	9,7	6,9
P/BV	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
Aktiens utveckling		Tillväxt/år			11/13e
1 mån	4,5 %	Omsättning			6,5 %
3 mån	-0,5 %	Rörelseresultat, just			-15,18 %
12 mån	-23,7 %	V/A, just			-8,3 %
Årets Början	4,7 %	EK			3,3 %
Aktiestruktur %			Röster		Kapital
Siem Capital AB			33,4 %		33,4 %
Stiftelsen industrifonden			8,6 %		8,6 %
Staffan Persson m bolag			6,3 %		6,3 %
Linc AB			5,2 %		5,2 %
Ernst Westman m bolag			3,8 %		3,8 %
Leif Ek			2,6 %		2,6 %
Harold Crews			2,5 %		2,5 %
Avanza Pension			2,4 %		2,4 %
Andrew Swanson			2,1 %		2,1 %
Lena Krook			2,0 %		2,0 %
Aktien					
Reuterskod					BOUL.ST
Lista					Small cap
Kurs, SEK					39,7
Antal aktier, milj					4,7
Börsvärde, MSEK					186,9

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt	 Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 Legend: — VPA — VPA (just)	 Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad
Produktområden	Verksamhetsbeskrivning
 Legend: ■ Hematologiinstrument ■ PoC Instrument ■ Förbrukningsvaror ■ Övrigt	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.
Intressekonflikter	
Björn Olander 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.	

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, utarbete, 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 Redeyes 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 (2013-06-07)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	21	15	9	12	20
3,5p - 7,0p	45	51	32	43	42
0,0p - 3,0p	1	1	26	12	5
Antal bolag	67	67	67	67	67

*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.