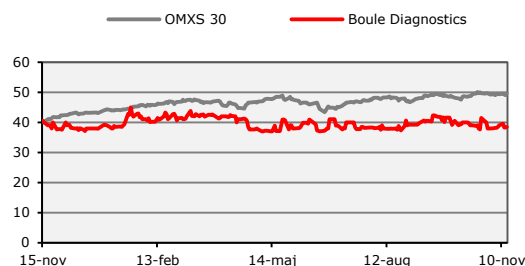


Sammanfattning
Boule Diagnostics (BOUL.ST)
Lillen är kastad

- Rapporten för det tredje kvartalet överträffade våra förväntningar och precis som i förra kvartalet kompenserade förbrukningsvarorna mer än väl den svaga instrumentförsäljningen.
- Det så kallade POC-projektet lades ned vilket medförde en nedskrivning på hela 95,5 miljoner kronor i kvartalet. Vi hade relativt modesta försäljningsförväntningar under de närmaste åren och hävdar att risknivån för aktien sänks betydligt utan de spekulativa framtida förhoppningarna.
- Vi räknar med en gradvis återhämtning med betydande hävstång. Det leder till dubblad justerad vinst per aktie under de närmaste två åren. Det är cirka 40% uppsida till vårt motiverade värde 55 (61) kronor per aktie som motsvarar P/E 10x för 2015E.

Lista: Small cap
 Börsvärde: 181 MSEK
 Bransch: Life Science
 VD: Ernst Westman
 Styrelseordf: Lars-Olof Gustafsson


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

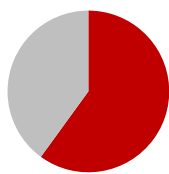
Ledning

Tillväxtpotential

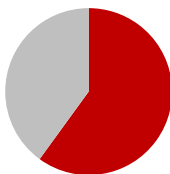
Lönsamhet

Trygg Placering

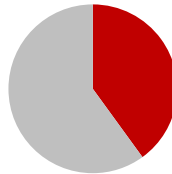
Avkastningspotential



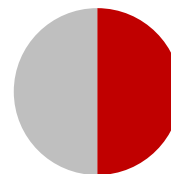
6,0 poäng



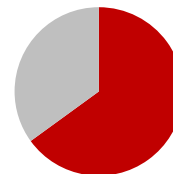
6,0 poäng



4,0 poäng



5,0 poäng



6,5 poäng

Nyckeltal

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	Fakta	
Omsättning, MSEK	246	275	285	311	330	Aktiekurs (SEK)	38,5
Tillväxt	7%	12%	4%	9%	6%	Antal aktier (milj)	4,7
EBITDA	20	24	-77	34	40	Börsvärde (MSEK)	181
EBITDA-marginal	8%	9%	Neg	11%	12%	Nettoskuld (MSEK)	27
EBIT	17	20	-81	28	34	Free float (%)	47 %
EBIT-marginal	7%	7%	Neg	9%	10%	Dagl oms. ('000)	6
Resultat före skatt	18	20	-82	28	34		
Nettoresultat	10	11	-65	21	25		
Nettomarginal	4%	4%	Neg	7%	8%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,50	0,50	1,30	1,90	Analytiker:	
VPA	2,15	2,35	-13,74	4,40	5,39	Björn Olander	
P/E	14,9	16,1	14,9	8,7	7,1	bjorn.olander@redeye.se	
EV/Sales	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	Klas Palin	
EV/EBITDA	6,4	7,8	Neg	5,8	4,5	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.

Nedläggning av POC sänker risken

Resultatet över förväntan i Q3 om man justerar för den gigantiska nedskrivningen av POC-projektet

Högre lönsamhet till lägre risk närmaste åren utan spekulationer om framtida POC-potential

Instrumentförsäljningen backade, men den starka tillväxten av förbrukningsvaror lyckades lyfta den totala försäljningen med 10% jämfört med Q3 förra året

Förbrukningsvaror lär fortsätta driva tillväxten under de närmaste åren

Boule Diagnostics slog våra förväntningar i Q3 och precis som i förra kvartalet går instrumenten svagt, men det kompenseras mer än väl av stark försäljning av förbrukningsvaror. Den stora nyheten var att bolaget lägger ner sin satsning på POC-instrumentet vilket medförde en nedskrivning på hela 95 MSEK. Potentialen hade varit betydande om projektet lyckats komma till marknaden, men de tekniska utmaningarna visade sig vara alltför stora. Därmed avslutas projektet och i bästa fall kan det säljas till någon som har förmåga att utveckla det vidare för partnern Alere som av allt att döma fortfarande är intresserad av produkten.

POC-projektet har slukat enorma resurser och vi räknar med att bolaget nu kommer fokusera mer på försäljning av befintliga produkter och produktutveckling av mer normal omfattning. Därmed anser vi att bolaget har potential att lyfta tillväxten och framför allt lönsamhet betydligt under de närmaste åren. Vi tror att det kommer tilltala den kategori aktieägare som ser förhoppningar om hög försäljning långt fram i tiden som ett riskmoment för aktien och hellre vill att bolag presterar här och nu.

Försäljningen växte med 10% i Q3

Boule rapporterade en försäljning på 69,9 MSEK (63,8) i Q3 vilket motsvarar en tillväxt på 9,6% jämfört med motsvarande period förra året. Detta var 5,3% högre än våra förväntningar och mönstret är som i föregående kvartalsrapport, nämligen att instrumentförsäljningen går trögt (ner 6,6%) medan förbrukningsvarorna ökar (upp 25,3%). Instrumentförsäljningen på veterinärsidan uppges vara stark och bolaget bedömer att den dämpade efterfrågan på instrument är tillfällig.

Förväntat vs. utfall - Försäljning

Produktkategori	Utfall	Redeye	Diff%	Förra året	Diff%
Instrument	27,1	29,5	-8,1%	29,0	-6,6%
Förbrukningsvaror	35,7	30,6	16,7%	28,5	25,3%
Övrigt	7,1	6,3	12,7%	6,3	12,7%
Summa	69,9	66,4	5,3%	63,8	9,6%

Källa: Redeye

Trenden med allt större andel förbrukningsvaror bör fortsätta även när instrumentförsäljningen normaliseras och vänder uppåt. Endast en mindre andel av instrumentförsäljningen gäller utbyte av befintliga system vilket innebär att den installerade basen växer. Boule använder låsta reagens vilket innebär att instrumenten behöver allt mer förbrukningsvaror.

Bolaget särredovisar inte längre hur förbrukningsvarorna är fördelade, men kommenterar att OEM-verksamheten väntas öka väsentligt under de kommande åren trots att den backat hittills i år.

Underliggande resultat bättre än väntat

Bruttomarginalen kom in på 44,0% (43,5%). Det var något under våra förväntningar på 44,8% trots en högre andel förbrukningsvaror i produktmixen. Man bör dock ha i åtanke att bruttomarginalen tenderar att variera mellan kvartalen vilket bland annat beror på faktorer som andelen egen försäljning, vilka länder som varit starka och valutafluktuationer.

Nedläggningen av POC-instrumentet innebar att de aktiverade utvecklingskostnaderna fick skrivas ned vilket drog ner FoU-kostnaderna med 95,455 miljoner kronor. Samtidigt medförde det en redovisningsmässig skatteintäkt på 18,6 miljoner kronor. Sammantaget drog nedskrivningen ner EBIT med 95,5 miljoner kronor och nettoresultatet med 76,9 miljoner kronor och det är dessa belopp som justerats i nedanstående tabell.

Lägre bruttomarginal än våra förväntningar trots högre andel förbrukningsvaror, men det är vanligt med variationer mellan kvartalen

Förväntat vs. utfall					
	Utfall	Redeye	Diff%	Förra året	Diff%
Omsättning	69,9	66,4	5,3%	63,8	9,6%
KSV	-39,2	-36,7		-36,0	
Bruttoresultat	30,7	29,7	3,4%	27,8	10,7%
Övr rörelseint.	-0,8	0,2		-0,2	
Förs. kostn.	-14,2	-13,7		-13,3	
Admin	-4,2	-6,5		-5,6	
FoU inkl nedskrivni	-102,4	-6,3		-6,1	
Övr rörelsekostn.	-0,8	-0,4		-1,0	
EBIT	-91,7	3,1		1,5	
EBIT (justerat)	3,8	3,1	21,1%	1,5	150%
Finansnetto	-0,6	-0,3		-0,6	
Res f. skatt	-92,3	2,8		1,0	
Res f. sk. (just.)	3,2	2,8	12,6%	1,0	215%
Skatt	19,9	-0,7		-0,1	
Resultat	-72,4	2,1		0,9	
Resultat (just.)	4,4	2,1	111%	0,9	393%
Vinst per aktie	-15,38	0,45		0,19	
VPA (just)	0,94	0,45	110%	0,19	396%
Bruttomarginal	44,0%	44,8%		43,5%	
EBIT - marginal	5,4%	4,7%		2,4%	

Källa: Redeye

EBIT justerad för nedskrivningen kom in på 3,8 SEKm (1,5) jämfört med våra förväntningar på 3,1 SEKm. Den största delen av den avvikelser låg på bruttoreultatnivå medan de operativa kostnaderna hamnade marginella 0,3 miljoner kronor över våra estimat. Det innebär att den justerade EBIT marginalen på 5,4% var något högre än våra förväntningar på 4,6%, men mer än dubbelt så högt som förra årets 2,4%. Den positiva resultatavvikelsen på 2,3 miljoner kronor innebar att vinsten per aktie i kvartalet blev 0,94 kronor.

Justerad EBIT var mindre än en miljon kronor bättre än vårt estimat

POC-projektet i diket på grund av för lite POC?

Boule har utvecklat en blodcellsräknare för patientnära användning (Point-of-Care) i samarbete med sin partner som nu är en del av det amerikanska bolaget Alere. I Q3-rapporten tillkännagavs alltså att projektet läggs ned vilket medförde en nedskrivning på 95 miljoner kronor.

Enorma belopp in i något som visade sig vare ett svart hål

POC-projektet har pågått sedan 2005 och det har plöjts ned enorma belopp för att få det att fungera. För ett år sedan fick lanseringen skjutas på framtiden på grund av tekniska problem och bolaget har därefter bett att få återkomma med en uppdaterad lanseringsplan. Efter Q2-rapporten flaggade vi för att en nedskrivning visserligen var möjlig, men att problemen antagligen skulle gå att lösa. Uppenbarligen var utmaningarna alltför stora, men vi anser fortfarande att det är mycket anmärkningsvärt att ett projekt som drivits under åtta år och kostat nästan 100 miljoner kronor springer rakt in i väggen så pass nära den planerade lanseringen.

De tekniska utmaningarna för alltför stora vilket gjorde att bolaget drog i nödbromsen

För lite "Proof-of-Concept" i "Point-of-Care"-projektet?

Vi har inte full insyn i de tekniska detaljerna, men inser att de speciella förutsättningarna med blod, små dimensioner, materialinteraktioner och analytisk noggrannhet utgör en särskild utmaning. De rutinmässiga riskanalyserna som normalt görs inom ramen för den här typen av projekt bör identifiera relevanta utmaningar på ett tidigt stadium. Därmed kan nödvändiga utvecklingsinsatser inriktas mot att lösa problem och, vid behov, överväga att ändra kravspecifikationen. Ironiskt nog brukar den typen av aktiviteter rymmas inom ramen för aktiviteter kallade Proof-of-Concept ("POC"). Så här i efterhand och från utsidan framstår det som om Proof-of-Concept-delen av Point-of-Care-projektet borde ha fått betydligt mer utrymme på ett avsevärt tidigare stadium. Det är alltid lätt att som utomstående vara efterklok, men vi hoppas att bolaget kommer vara betydligt framgångsrikare i framtida innovativa utvecklingsprojekt.

Oundvikliga frågetecken kring bolagets förmåga att utveckla innovativa produkter, men förhoppningsvis har de lärt sig något av misslyckandet

Begränsade finansiella konsekvenser

Forsknings- och utvecklingskostnader redovisas normalt i resultaträkningen, men specifika projekt där det är sannolikt att man kommer kunna lansera en produkt och i övrigt uppfyller vissa villkor skall aktiveras. Det innebär enkelt uttryckt att kostnaden inte syns i resultaträkningen utan hamnar i balansräkningen. När produkten lanseras påbörjas avskrivningen vilket påverkar resultaträkningen. I det här fallet handlar det alltså om 95,5 miljoner kronor som gått direkt till balansräkningen och nu när det står klart att bolaget inte kommer lansera produkten återförs beloppet till resultaträkningen. Man bör ha i åtanke att fördelningen av kostnader mellan resultat- och balansräkning styrs av redovisningsprinciper och att det inte har någon inverkan på kassaflödet.

Brutala konsekvenser för resultaträkningen i Q3, men det hör till den ekonomiska historien rent kassaflödesmässigt

*Liten inverkan på
estimatet under de
närmaste åren*

Låga förväntningar ger små estimatjusteringar i närtid

Med anledning av de osäkerheter som har omgärdat POC-produkten under det senaste året har vi haft försiktiga prognoser under de närmaste åren. Vi räknade bara med 3,8 miljoner kronor i försäljning under 2014 och 5,6 miljoner kronor under 2015. Under de följande fem åren har vi tidigare räknat med en gradvis uppgång till 25 miljoner kronor i försäljning vilket också det var relativt försiktigt med tanke på potentialen en sådan marknad skulle kunnat ha.

*Betydande potentiell
uppsida bortom vilket bör
vara en besvikelse för
spekulativt lagda
aktieägare*

Lägre risk utan POC-spekulationer

De investerare som såg fram emot den stora potentiella marknaden för POC-instrumentet har all anledning att vara besvikna. Även om det naturligtvis är negativt med den uteblivna POC-satsningen innebär det dock att osäkerheten i estimaten har blivit betydligt lägre. Lansering av ett nytt instrument eller en ny metod för att förändra etablerade sätt att arbeta är svårt att uppskatta, tar tid och kan kosta betydande belopp.

*Produktlanseringar
innebär alltid en
betydande osäkerhet, inte
minst för att utfallet beror
på framtida
prioriteringar*

Det är alltid osäkert hur snabbt en viss penetration kan nås och rent operationellt kan bolagen välja att investera mer eller mindre resurser i en lansering. Om bolagen väljer att investera stora resurser i marknadsföring och försäljning bör försäljningen växa snabbare än den annars skulle ha gjort, men det sker då typiskt till en lägre marginal än om lanseringen blir mer gradvis. Det är således inte bara produkten och marknaden som ska bedömas, utan också vilka strategiska prioriteringar som de involverade bolagen kan komma att göra om flera år.

*Lönsammare och
stabilare intjäningsprofil
till lägre risk bör tilltala
nya aktieägare*

När aktiemarknaden spekulerar om hur mycket exempelvis POC-projektet kan komma att generera om flera år blir det med nödvändighet ett större inslag av spekulation i aktien. Utan det inslaget blir det allt viktigare hur bolagets nuvarande kärnverksamhet utvecklar sig och vi räknar med att även bolaget kommer fokusera allt mer på att driva tillväxt, lönsamhet och att skapa värde för aktieägarna.

*POC-projektet är till salu,
men vi betraktar det
enbart som en möjlig
uppsida i våra estimat*

Uppsida om bolaget lyckas sälja projektet

Det är inte alls otroligt att Boule lyckas sälja projektet till någon annan, men vi anser att det är alltför spekulativt att bedöma sannolikhet, tidsaspekter och belopp för en sådan affär. Därmed ser vi det enbart som en möjlig uppsida.

Partnern Alere är sannolikt fortfarande intresserad av att lansera produkten, men har troligen ingen egen förmåga att färdigställa produkten. Vi tror fortfarande att de tekniska problemen går att lösa även om det kan kräva ett större omtag än Boule haft vilja och/eller förmåga att genomföra.

Finansiella prognoser

Estimatförändringar

Rapporten för det tredje kvartalet understryker trenden med stark tillväxt för förbrukningsvaror vilket bidrog till att försäljningen slog våra estimat. Vi förväntar oss att nedläggningen av POC-projektet leder till ökat fokus på försäljning av nuvarande produkter och samtidigt ger utrymme för effektivitetsförbättringar som höjer marginalerna.

Även om de procentuella förändringarna blir stora bör man ha i åtanke att höjningen av exempelvis rörelseresultatet för 2014E och 2015E bara höjs med 7,7 respektive 5,5 miljoner kronor.

Estimatförändringar				
Nya estimat		2013E	2014E	2015E
Nettoomsättning		285,5	311,5	329,7
Bruttoresultat		128,5	144,8	154,8
Rörelseresultat, just.		14,8	28,2	34,0
Resultat f skatt, just.		13,1	27,6	33,8
Resultat per aktie, just.		2,59	4,40	5,39
Net sales growth		3,7%	9,1%	5,9%
Gross margin		45,0%	46,5%	46,9%
EBIT-marginal, just.		5,2%	9,0%	10,3%
Gamla estimat				
Nettoomsättning		279,4	299,2	326,0
Bruttoresultat		125,5	135,6	150,5
Rörelseresultat, just.		12,4	20,5	28,4
Resultat f skatt, just.		11,0	19,8	28,1
Resultat per aktie, just.		1,81	3,15	4,47
Net sales growth		1,4%	7,1%	9,0%
Gross margin		44,9%	45,3%	46,2%
EBIT-marginal, just.		4,4%	6,9%	8,7%
Förändring (%)				
Nettoomsättning		2,2%	4,1%	1,2%
Bruttoresultat		2,4%	6,8%	2,8%
Rörelseresultat, just.		19,7%	37,3%	19,4%
Resultat per aktie, just.		43,2%	39,8%	20,5%
Net sales growth		2,2%	2,0%	-3,1%
Gross margin		0,1%	1,2%	0,8%
EBIT margin		0,8%	2,2%	1,6%

Något högre försäljning i närtid, men ner längre fram på grund av den uteblivna POC-försäljningen

Källa: Redeye

Försäljning och resultaträkning per kvartal

Instrumentförsäljningen har haft två kvartal med tuffa jämförelsetal i Q2 och Q3, men vi räknar med en marginell nedgång även i Q4 följt av en försiktig återhämtning under 2014. Förbrukningsvarorna har kompenserat för den svaga instrumentförsäljningen i Q2 och Q3. Resultatet för Q3 är justerat för POC-nedskrivningen som uppgick till 95,5 miljoner kronor och en positiv skatteeffekt av på 18,6 miljoner kronor i resultaträkningen. Som nämnts tidigare har det alltså ingen inverkan på kassaflödet.

Vi räknar med 5%
nedgång för instrumenten
i Q4 även om
jämförelsetalen inte är
lika tuffa som de var i Q2
och Q3

Försäljningsestimat per kvartal								
Försäljning	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E
Instrument	29,6	31,0	29,0	37,2	30,1	27,1	27,1	35,2
Förbrukningsvaror	29,7	33,8	28,5	33,2	27,3	37,7	35,7	38,9
Övrigt	5,0	6,2	6,3	5,9	6,0	6,5	7,1	6,8
Summa	64,3	71,0	63,8	76,3	63,4	71,3	69,9	80,9
Tillväxt								
Instrument	6%	26%	17%	2%	2%	-13%	-7%	-5%
Förbrukningsvaror	0%	17%	5%	16%	-8%	12%	25%	17%
Övrigt	-9%	51%	11%	119%	20%	5%	13%	15%
Summa	2%	23%	11%	13%	-1%	0%	10%	6%
Mix								
Instrument	46%	44%	45%	49%	47%	38%	39%	43%
Förbrukningsvaror	46%	48%	45%	44%	43%	53%	51%	48%
Övrigt	8%	9%	10%	8%	9%	9%	10%	8%
Summa	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Källa: Redeye

Notera justerade estimat
för nedskrivningen av
POC i Q3

Detaljerade estimat per kvartal								
P&L	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E
Nettoomsättning	64,3	71,0	63,8	76,3	63,4	71,3	69,9	80,9
Kostnad för sålda varor	-36,0	-38,3	-36,0	-41,5	-35,5	-38,1	-39,2	-44,2
Bruttoresultat	28,3	32,7	27,8	34,8	27,9	33,2	30,7	36,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,9	-0,8	0,2
Försäljningskostnader	-11,5	-13,6	-13,3	-16,0	-13,3	-15,1	-14,2	-16,6
Admin	-6,6	-5,4	-5,6	-7,6	-7,5	-7,2	-4,2	-7,9
FoU-kostnader	-4,8	-6,3	-6,1	-4,9	-6,4	-6,4	-102,4	-6,9
Övriga rörelsekostnader	-1,0	0,8	-1,0	-0,4	-0,3	0,2	-0,8	-0,4
Rörelseresultat	4,6	8,3	1,6	6,0	0,5	5,6	-91,7	5,0
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	-0,3	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	-92,3	4,7
Skatt	-2,2	-3,8	-0,1	-3,2	-1,5	0,5	19,9	-1,2
Periodens resultat	2,2	4,7	0,9	3,2	-1,7	5,9	-72,4	3,5
Resultat per aktie	0,45	0,99	0,19	0,69	-0,36	1,25	-15,38	0,75
Justerade resultat								
Rörelseresultat	4,6	8,3	1,6	6,0	0,5	5,6	3,8	5,0
Resultat före skatt	4,4	8,4	1,0	6,4	-0,2	5,5	3,2	4,7
Periodens resultatst	2,2	4,7	0,9	3,2	-1,7	5,9	4,4	3,5
Resultat per aktie	0,45	0,99	0,19	0,69	-0,36	1,25	0,94	0,75
Omsättningstillväxt	1,7%	23,3%	10,6%	12,7%	-1,4%	0,4%	9,6%	6,0%
Bruttomarginal	44,0%	46,0%	43,6%	45,7%	44,0%	46,6%	44,0%	45,3%
EBIT-marginal, just.	7,1%	11,7%	2,5%	7,8%	0,7%	7,9%	5,4%	6,2%

Källa: Redeye

Försäljning och resultaträkning per år

Vi räknar med att förbrukningsvarorna fortsätter att växa snabbare än instrumenten under 2014 och det är en viktig förklaring till förbättringen av bruttomarginalen från 38% 2008 till 47% 2015E. Kombinationen av nedlagt POC-projekt och hävstång på försäljningen gör att vi förväntar oss en EBIT-marginal på 9,0% nästa år vilket är ett betydande lyft jämfört med de 5,2% vi räknar med under 2013E. Man bör dock ha i åtanke att det är på ungefär samma nivå som 2010 trots att försäljningen var betydligt lägre då.

Vi räknar med att förbrukningsvarorna fortsätter driva tillväxten under 2014E även om instrumenten återhämtar sig från en låg nivå

Försäljningsestimat per år								
Försäljning	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Instrument	86,5	68,8	95,2	113,7	126,8	119,5	121,9	125,1
Förbrukningsvaror	68,8	90,8	112,5	114,5	125,2	139,6	162,2	177,0
Övrigt	13,4	15,9	21,7	18,0	23,4	26,4	27,3	27,6
Summa	168,7	175,5	229,4	246,2	275,4	285,5	311,5	329,7
Tillväxt								
Instrument	1%	-20%	38%	19%	12%	-6%	2%	3%
Förbrukningsvaror	3%	32%	24%	2%	9%	12%	16%	9%
Övrigt	24%	19%	37%	-17%	30%	13%	4%	1%
Summa	4%	4%	31%	7%	12%	4%	9%	6%
Mix								
Instrument	51%	39%	41%	46%	46%	42%	39%	38%
Förbrukningsvaror	41%	52%	49%	47%	45%	49%	52%	54%
Övrigt	8%	9%	9%	7%	8%	9%	9%	8%
Summa	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Källa: Redeye

Vi räknar med fördubblad justerad vinst per aktie till 2015E jämfört med 2013E drivet av försäljningstillväxt och marginalexpansion

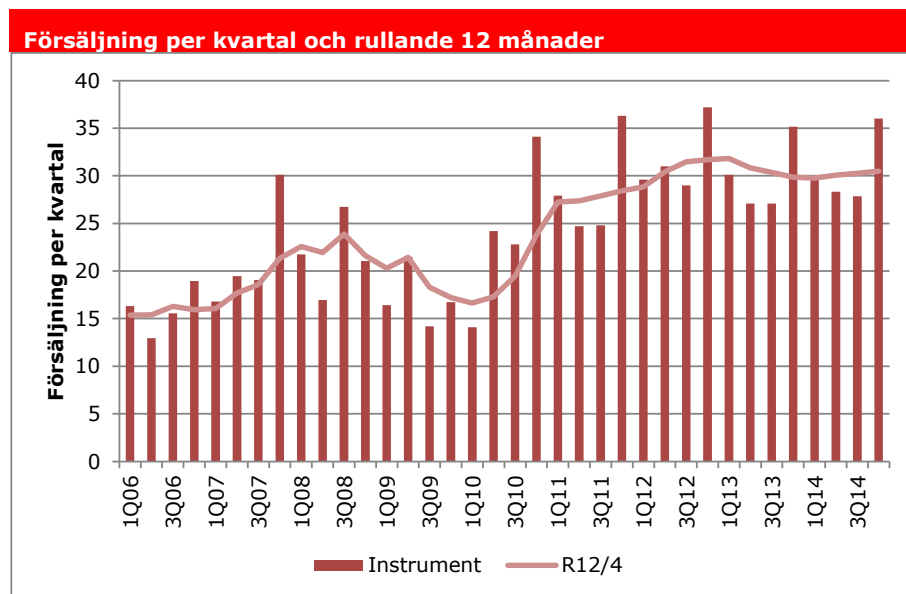
Detaljerade estimat per år								
P&L	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Nettoomsättning	168,7	175,5	229,4	246,2	275,4	285,5	311,5	329,7
KSV	-104,1	-102,7	-127,2	-138,1	-151,8	-157,0	-166,6	-175,0
Bruttoresultat	64,6	72,8	102,2	108,1	123,6	128,5	144,8	154,8
Övr. rörelseint.	5,1	3,0	0,1	0,6	0,1	0,3	1,0	1,4
Förs. kostn.	-30,5	-35,4	-39,7	-44,5	-54,4	-59,4	-61,7	-64,3
Admin	-10,8	-11,8	-20,5	-24,6	-25,1	-26,8	-28,7	-29,0
FoU-kostnader	-36,2	-34,4	-19,6	-22,5	-22,2	-122,1	-24,9	-25,7
Övr. rörelsekostn.	-1,3	-3,7	-2,2	0,0	-1,5	-1,2	-2,4	-3,2
Rörelseresultat	-9,2	-9,5	20,3	17,2	20,4	-80,6	28,2	34,0
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,1	0,5	0,9	0,1	0,2	0,2
Räntekostnader	3,9	-0,8	-0,9	-1,4	-0,5	-1,2	-0,7	-0,3
Valutakursdifferens	0,0	0,0	-1,2	-0,3	-0,5	-0,6	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	-82,3	27,6	33,8
Skatt	0,0	-0,4	0,2	-7,4	-9,2	17,7	-6,9	-8,5
Periodens resultat	-5,5	-10,7	18,9	10,1	11,1	-64,7	20,7	25,4
Resultat per aktie	-1,60	-3,08	5,45	2,14	2,33	-13,74	4,40	5,39
Justerade resultat								
Rörelseresultat	-9,2	-9,5	20,3	17,2	20,4	14,8	28,2	34,0
Resultat före skatt	-5,5	-10,3	18,7	17,5	20,3	13,1	27,6	33,8
Periodens resultat	-5,5	-10,7	18,9	10,1	11,1	12,2	20,7	25,4
Resultat per aktie	-1,60	-3,08	5,45	2,14	2,33	2,59	4,40	5,39
Omsättningstillväxt	3,6%	4,0%	30,7%	7,3%	11,9%	3,7%	9,1%	5,9%
Bruttomarginal	38,3%	41,5%	44,5%	43,9%	44,9%	45,0%	46,5%	46,9%
EBIT-marginal, just.	-5,5%	-5,4%	8,9%	7,0%	7,4%	5,2%	9,0%	10,3%

Källa: Redeye

Försäljning: Instrument

Försäljningen av bolagets instrument såg en brutalnedgång på 13 procent i Q2 och 7 procent i Q3. Vi räknar 5% nedgång i Q4. Det tar försäljningen till 119,5 miljoner kronor 2013E vilket motsvarar en nedgång på 6 procent jämfört med 2013.

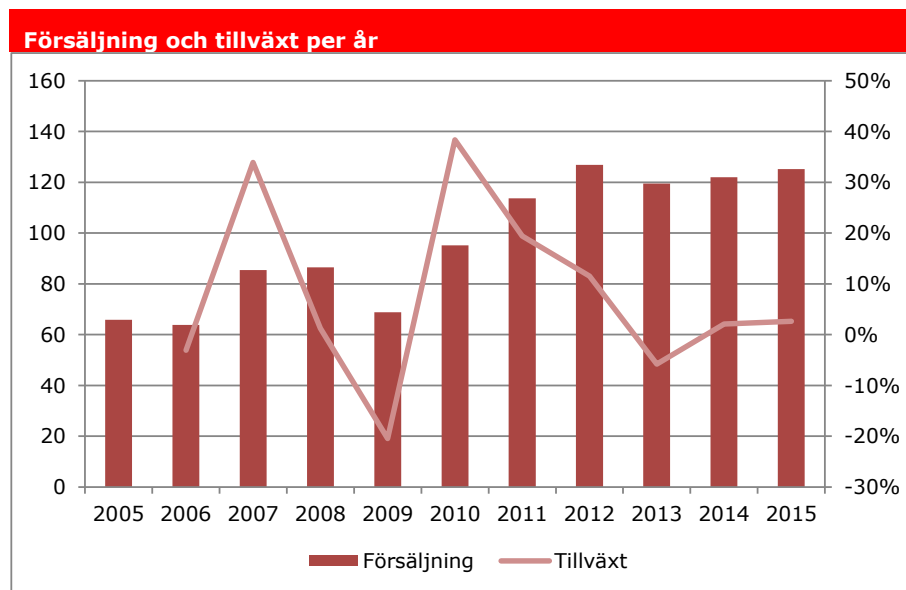
Vi räknar med en säsongsmässigt starkt Q4 för instrumenten även i år, men lägre än förra året



Källa: Redeye

Vi förväntar oss en gradvis förbättring under nästa år vilket tar försäljningen till 121,0 miljoner kronor 2014E vilket motsvarar en tillväxt på 2 procent. Det är dock fortfarande lägre än den försäljning bolaget uppnådde 2012. För 2015E förväntar vi oss en normalisering till 3% tillväxt vilket är nära marknadstillväxten.

Gradvis förbättring, men relativt måttliga förväntningar närmaste åren



Källa: Redeye

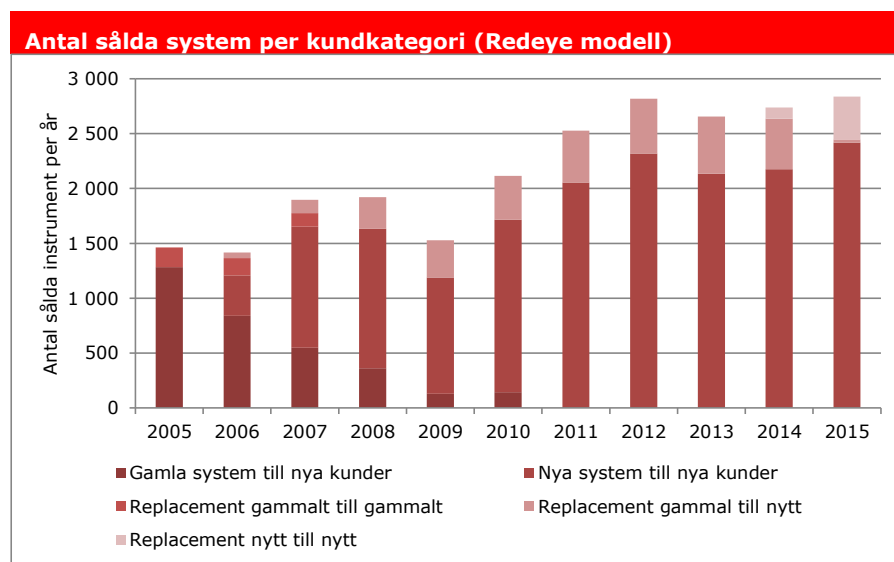
Redeye modell: Försäljning per kundkategori och installerad bas

Boule har tidigare sålt system som kunnat använda reagens från andra tillverkare, men år 2006 introducerade bolaget instrument som endast kunde använda reagens från Boule. Nu säljer bolaget enbart så kallade låsta system vilket har en positiv effekt för förbrukningsvarorna.

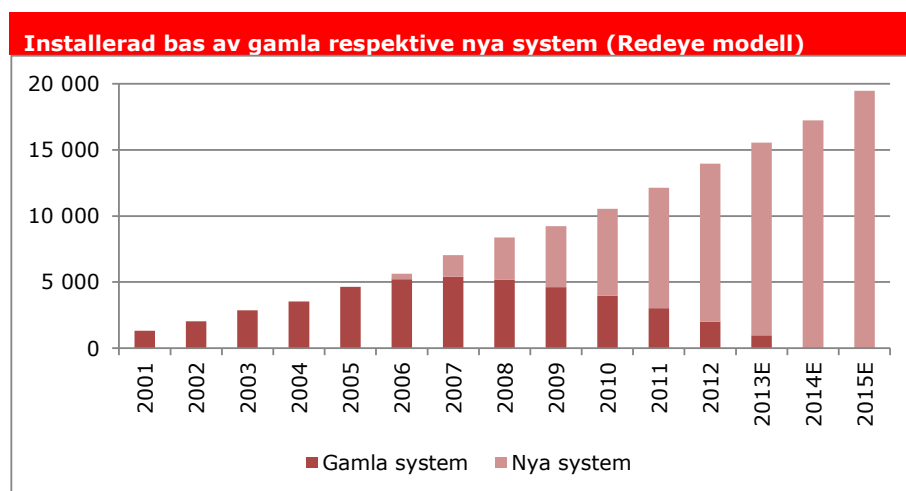
De gamla systemen såldes fram till 2010 och har därefter helt ersatts av de nya systemen. Vi bedömer att den största delen av försäljningen sker till kliniker som inte tidigare har instrument från Boule, men det finns en relativt stor lojalitet hos de befintliga kunderna. Än så länge är det främst de gamla systemen som ersätts eftersom de låsta systemen inte funnits på marknaden så länge, men vi räknar med att det kommer bli fler under 2014 en ännu större andel under 2015.

Vi modellerar att försäljningen till nya kunder har gått ner under 2013 efter en stark utvecklingen 2012, men att den kommer öka gradvis under de närmaste åren.

*Replacement
(ersättningsförsäljning)
har blivit allt viktigare
och snart behöver även de
först sålda låsta
instrumenten bytas ut*



Källa: Redeye

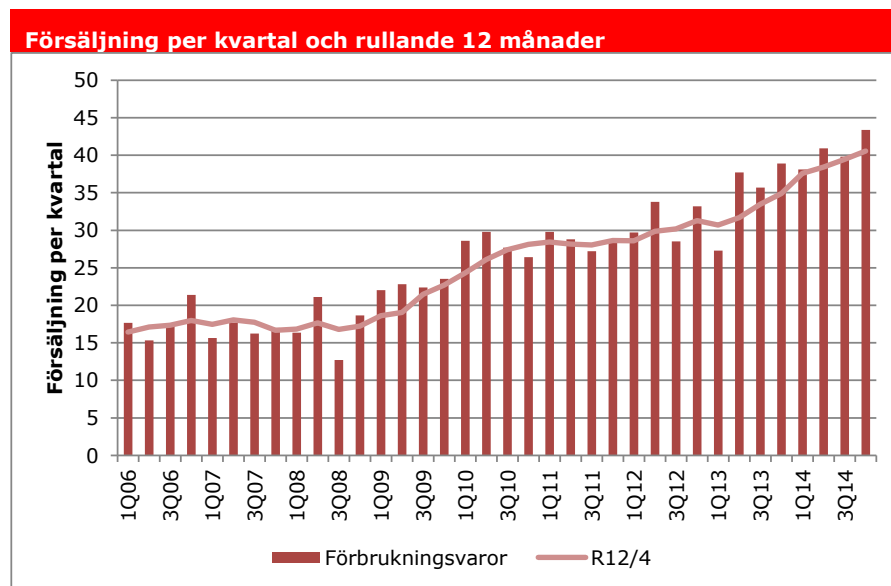


Källa: Redeye

Försäljning: Förbrukningsvaror

Det finns en viss kvartalsvariation som bör föranleda försiktighet när man tolkar försäljningen kvartalsvis, men som man kan vänta är förbrukningsvaror betydligt stabblare än instrumentförsäljningen. Den svaga inledningen av året när förbrukningsvarorna backade med 8,1 procent jämfört med motsvarande period förra året väckte därmed en hel del frågetecken. Detta rätades dock ut till ett utropstecken när bolaget rapporterade 11,5% tillväxt i Q2 och hela 25,3% tillväxt i Q3.

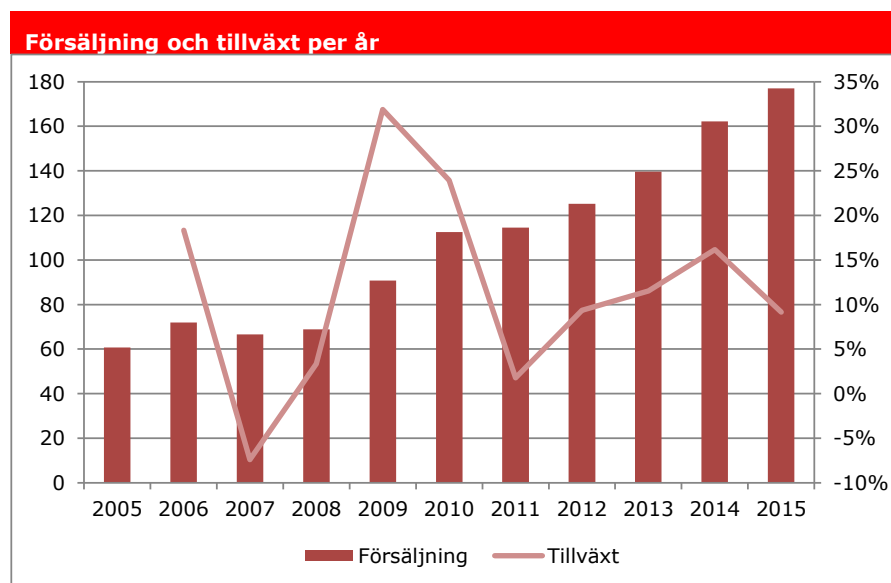
Mycket stark utveckling av förbrukningsvaror under de senaste två kvartalen



Källa: Redeye

För 2013E räknar vi med 11,5% tillväxt för förbrukningsvarorna och 16,2% under 2014E följt av och en normalisering med 9,1% tillväxt under 2015E. En viktig drivkraft är att den installerade basen av låsta instrument driver förbrukningsvarorna, men OEM och CDS är också betydande.

Vi räknar med fortsatt stark tillväxt för förbrukningsvarorna



Källa: Redeye

Redeye modell: Olika kategorier förbrukningsvaror

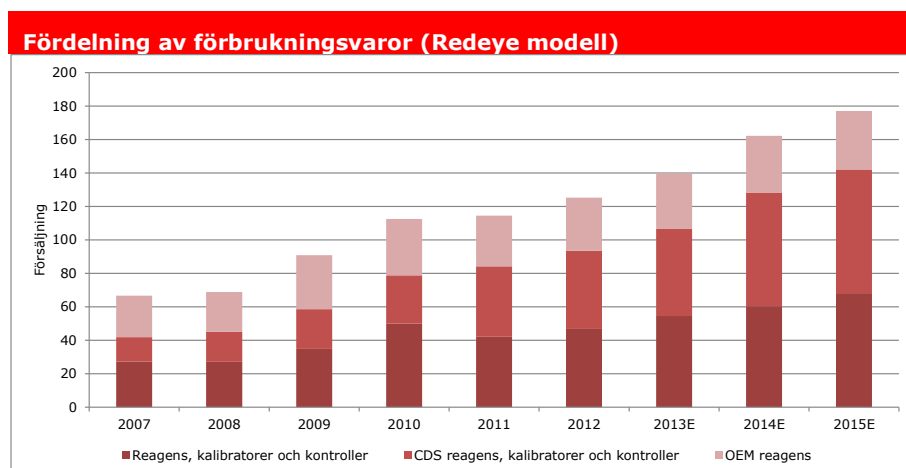
Boule säljer reagens till sina egna instrument, till andras instrument och har även en betydande kontraktstillverkning. Fram till 2010 särredovisades dessa, men av konkurrensskäl redovisas de nu tillsammans som "Förbrukningsmaterial".

Sedan bolaget införde de så kallade låsta systemen måste kunderna köpa reagens till dessa från Boule vilket gör att förbrukningen bör växa ungefär som den installerade basen. Fördelarna för kunden är att det säkerställer analysernas kvalitet när såväl instrument som reagens kommer från samma tillverkare. Det underlättar även support och, vid behov, felsökning. För bolagets del är det naturligtvis en stor fördel att ha återkommande intäkter från sin installerade bas.

Det helägda dotterbolaget Clinical Diagnostics Solutions (CDS) är baserat i Florida och tillverkar och säljer högkvalitativa reagens till konkurrerande instrument under varumärket CDS. En intressant aspekt är att tillväxttakten under de närmaste fem åren höjdes upp till 13% i årsredovisningen för 2012 jämfört med 8% året innan. Dessutom framgår att kostnaderna väntas växa med 8% vilket innebär att marginalerna ska expandera. Den typen av prognoser handlar i grunden om redovisningsteknikaliteter, men vi ser det åtminstone som en stark indikation på att bolaget ser positivt på framtidsutsikterna för dotterbolaget CDS. Boules CFO Fredrik Alpsten är sedan början av året tillförordnad VD vid CDS vilket ytterligare understryker Boules engagemang i verksamheten. Den tredje kategorin inom förbrukningsvaror, som alltså inte längre särredovisades, är OEM-reagens. Det är reagenser, kontroller och kalibratorer som tillverkas av Boule, men säljs under andra företags varumärken. I Q3-rapporten kommenterade bolaget att försäljningen hittills i år varit något svagare än föregående år, men bedömer att det kommer "klara en stark tillväxt med god lönsamhet". Under andra kvartalet tecknades avtal med två icke namngivna stora, globala diagnostikföretag.

Förbrukningsvarorna till de låsta systemen bör växa ungefär som den installerade basen

Försäljningen av reagens till konkurrerande produkter under varumärket CDS går av allt att döma mycket bra



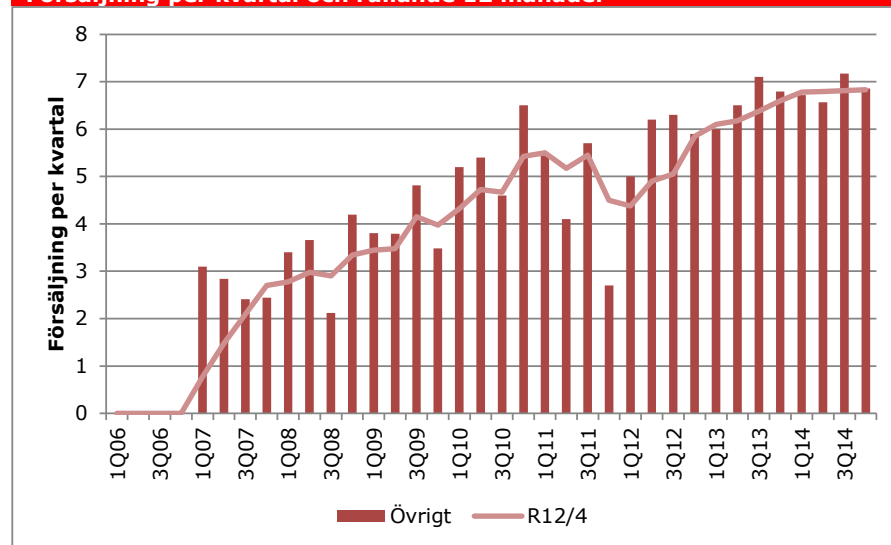
Källa: Redeye

Försäljning: Övrigt

Boule redovisar alltså försäljning av instrument, förbrukningsvaror och övrigt. Till den sistnämnda kategorin hör exempelvis service och reservdelar. Det motsvarar omkring 5-10% av den totala omsättningen och vi bedömer att andelen kommer minska framöver. På de flesta marknader använder sig bolaget av distributörer och det här är normalt en typ av intäkter som tillfaller dem.

Den här typen av intäkter inte särredovisades före 2007 vilket förklarar att försäljningen av förbrukningsvarorna ser ut att vara lägre under 2007 och 2008 jämfört med 2006.

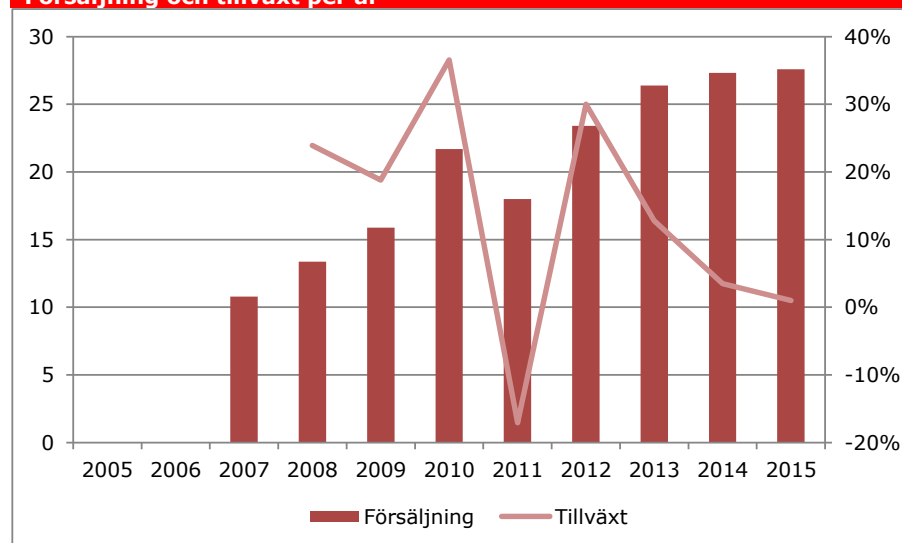
Försäljning per kvartal och rullande 12 månader



Källa: Redeye

Försäljningen under kategorin Övrigt utgör mindre än 10% av den totala omsättningen

Försäljning och tillväxt per år

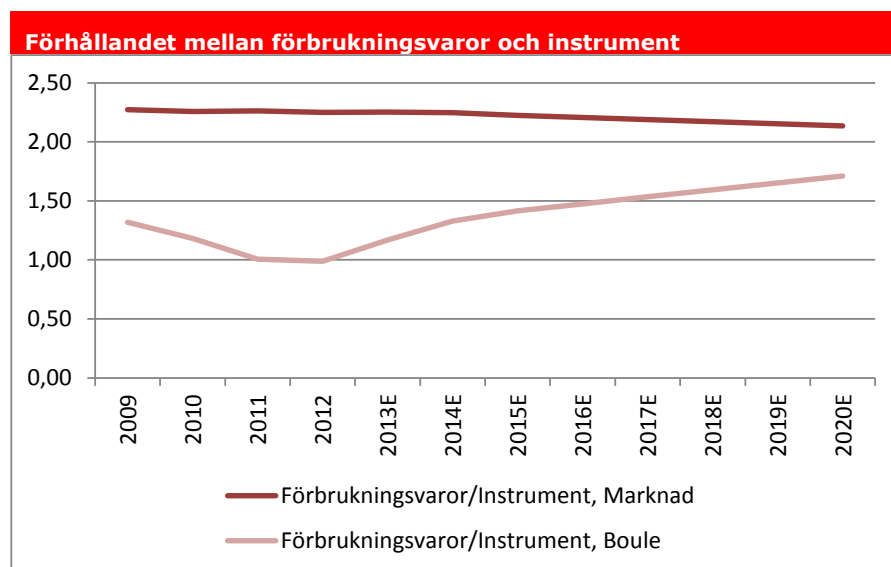


Källa: Redeye

Marknadsandelar

Boule har haft en relativt låg andel förbrukningsvaror i sin produktmix, men det finns en betydande potential att höja den ordentligt. Dels driver de låsta systemen utvecklingen i den riktningen och dels tillverkar Boule reagens för andra i form av både OEM och CDS. I vår marknadsmodell ligger förhållandet förbrukningsvaror/instrument över 2 gånger för marknaden och strax över 1 för Boule. Vi delar Boules uppfattning om att förbrukningsvarornas andel av den totala försäljningen ska fortsätta öka, men inte riktigt nå upp till de nivåerna som resten av marknaden har.

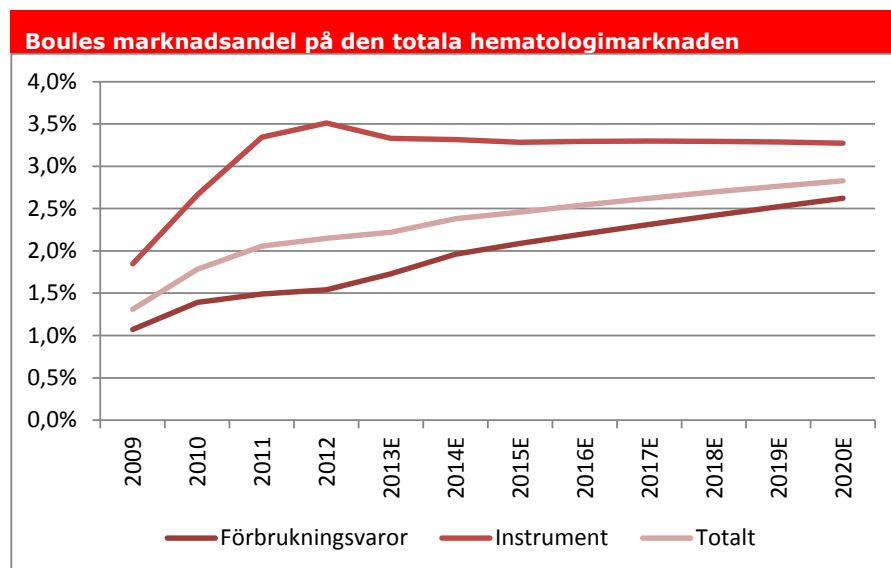
Boule har en lägre andel förbrukningsvaror än marknaden som helhet



Källa: Redeye

Boule har en marknadsandel kring 3,3% för instrument och 1,7% för förbrukningsvaror enligt vår modell. Den totala andelen på 2,2% motsvarar 8,9% av den decentraliserade marknaden som Boule riktar sig till.

Vi räknar med att Boule tar marknadsandelar för förbrukningsvaror och ligger ungefär konstant för instrumenten



Källa: Redeye

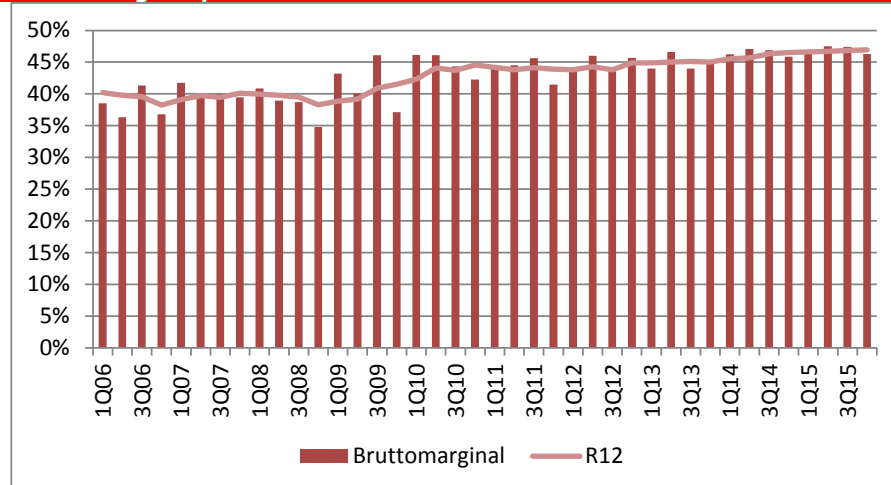
Bruttomarginal

Under 2005-2008 låg bruttomarginalen på årsbasis kring 38-40%, men den har stigit i takt med nya instrument, högre andel förbrukningsvaror och ett mer målinriktat förbättringsarbete. Det är till största delen priser till distributörer och inte till slutkunder som avgör bruttomarginalen.

Vi räknar med 45,0% bruttomarginal under 2013E vilket är nära de 44,9% som rapporterades 2012. Vi prognosticerar att andelen förbrukningsvaror i produktmixen kommer öka vilket leder till högre bruttomarginaler. Blickar man ända fram till 2020 ser vi potential för bruttomarginalen att stiga till 48%.

Bruttomarginal per kvartal

Mer förbrukningsvaror i produktmixen har drivit upp bruttomarginalen något

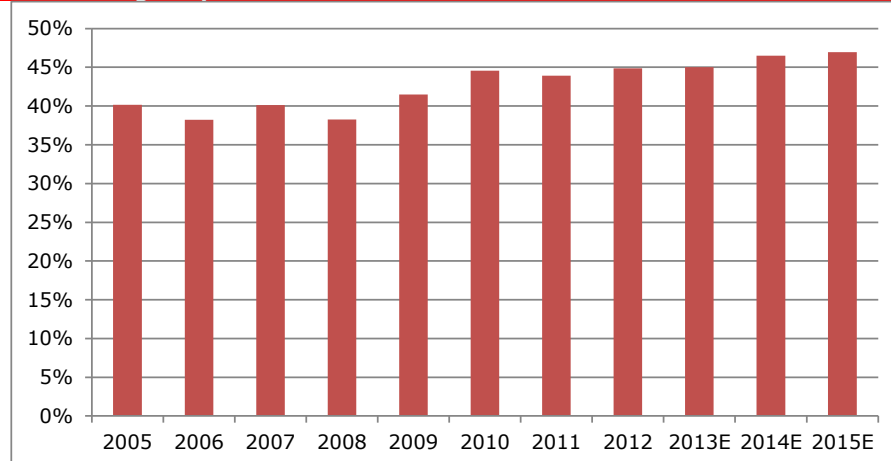


Källa: Redeye

Bruttomarginalen har relativt stora kvartalsvariationer, men det beror på framför allt på skillnader i produktmix mellan kvartalen. Det förklarar också att bruttomarginalen tenderar att vara svag i Q4 eftersom det säsongsmässigt brukar ha en relativt hög andel instrument.

Bruttomarginal per år

Vi räknar med en lätt stigande bruttomarginal på grund av ökad andel förbrukningsvaror



Källa: Redeye

Operativa kostnader

Vi räknar med att försäljningskostnaderna kommer fortsätta ligga kring 20% av försäljningen under de närmaste åren. Vi anser visserligen att det är en relativt hög andel för ett bolag som till största delen förlitar sig på distributörer (nästan 200 stycken i drygt 100 länder), men det kan motiveras av de relativt komplicerade produkterna. Det är strategiskt viktigt för Boule att ha en nära dialog med och förståelse för distributörerna som har direktkontakt med användarna och de behöver också kontinuerlig utbildning och support i form av marknadsföring, service och underhåll.

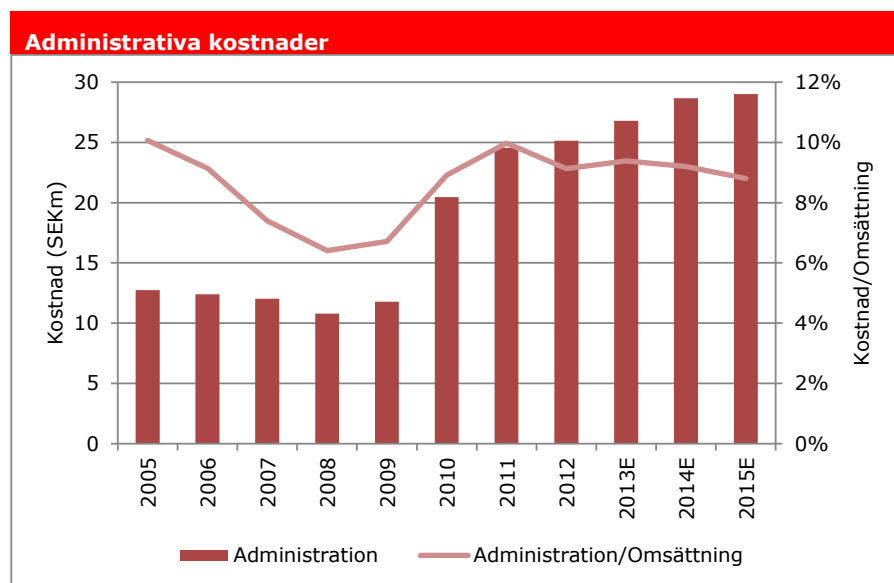
Försäljningskostnadernas andel av försäljningen väntas ligga nära 20%



Källa: Redeye

Vi räknar med att de administrativa kostnaderna som andel av försäljningen ska minska från 9,4% 2013E till 8,0% 2020E, men öka något i absoluta tal.

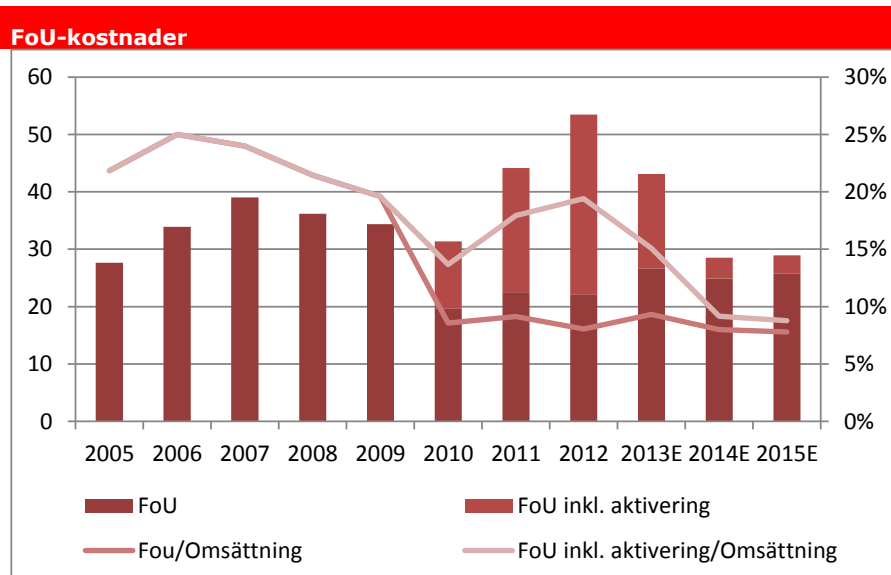
Ökande administrativa kostnader, men minskande andel av försäljningen



Källa: Redeye

Kostnaderna för forskning och utveckling som rapporteras i resultaträkningen har sedan 2010 legat kring 8-9 procent av försäljningen. Vi tror att de nu kan komma ner från den högre till den lägre delen av spannet 7-8 procent fram till 2020.

Vi räknar med avsevärt lägre FoU-kostnader utan aktiveringen som skett på grund av POC-projektet

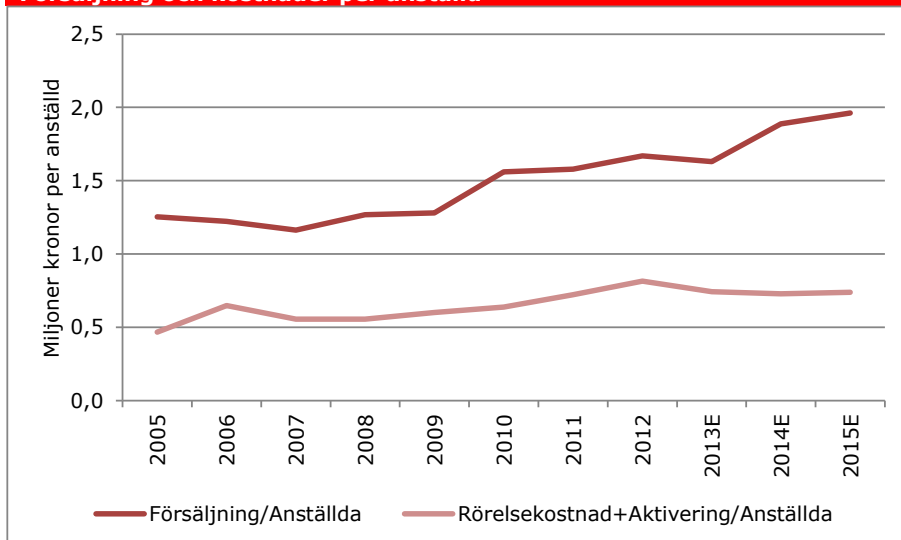


Källa: Redeye

En viktig aspekt i sammanhanget är naturligtvis det nedlagda POC-projektet som aktiverats sedan 2010. Över hälften av FoU-utgifterna under 2011 och 2012 har aktiverats och därmed inte kostnadsförts i resultaträkningen och det var alltså dessa som skrevs ner i Q3. POC-projektet kommer inte dra FoU-kostnader i någon betydande omfattning, men vi räknar med att det kommer finnas andra mindre aktiviteter som redovisningsmässigt uppfyller kriterierna för att aktiveras.

Rörelsekostnader och försäljning per anställd

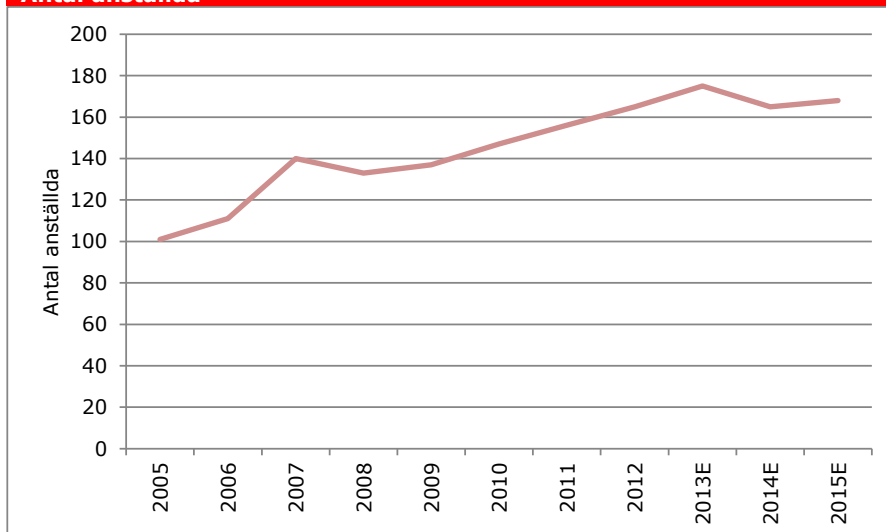
Försäljning per anställd har ökat från 1,0-1,5 miljoner före 2010 och vi räknar med att nivån ligger mellan 1,5-2,0 miljoner fram till 2015E. Med tanke på distributörsmodellen är det rimligt att förvänta sig en betydande hävstång i försäljningen per anställd.

Försäljning och kostnader per anställd


Källa: Redeye

De operativa kostnaderna inklusive aktiverade utvecklingskostnader har sedan 2011 legat kring 0,72-0,81 miljoner per anställd sedan 2012 och vi räknar med att de kommer ligga kvar inom det intervallet fram till 2015. Anlitas konsulter istället för att anställa blir kostnaden per anställd högre och expansion utomlands kan leda till högre eller lägre kostnader beroende på vilket land det handlar om.

Även om bolaget inte vill ge någon sådan indikation anser vi att det bör finnas potential att hålla antalet anställda under 170 fram till 2015E, inte minst eftersom det intensiva utvecklingsarbetet som ägnats åt POC-projektet bör kunna frigöra resurser som kan användas på till andra aktiviteter.

Antal anställda


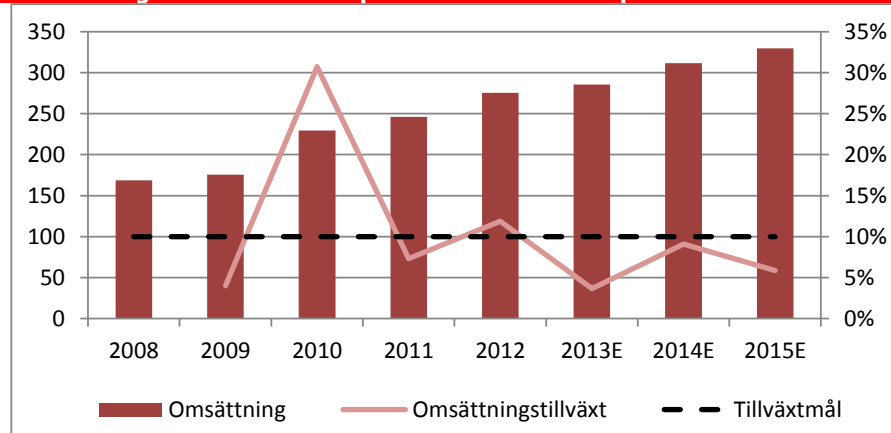
Vi tror inte att bolaget behöver öka antalet anställda närmaste åren

Källa: Redeye

Finansiella målen ambitiösare är våra estimat

Våra prognoser är lägre än bolgets mål om man tar hänsyn till att 2010 var extremt starkt delvis på grund av att de två föregående åren var mycket svaga

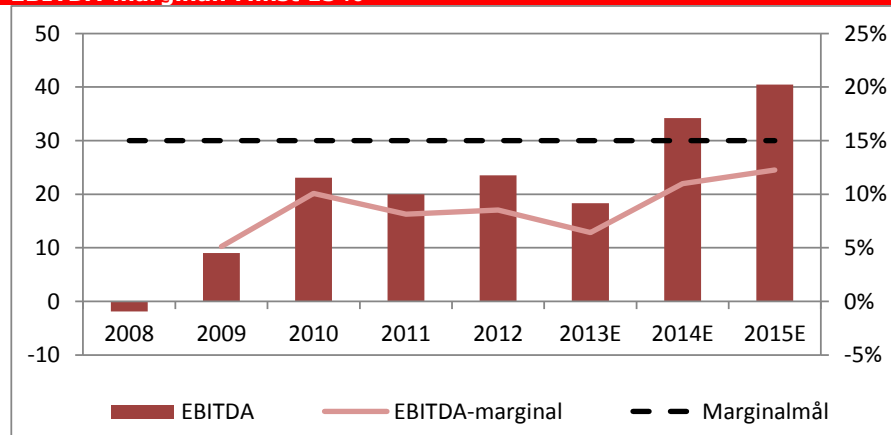
Omsättningsmål: Minst 10% per år över en femårsperiod



Källa: Redeye

Vi räknar med marginalförbättringar, men i våra nuvarande estimat är det först 2019E som 15% EBITDA-marginal uppnås vilket är längre fram än bolagets egna ambitioner

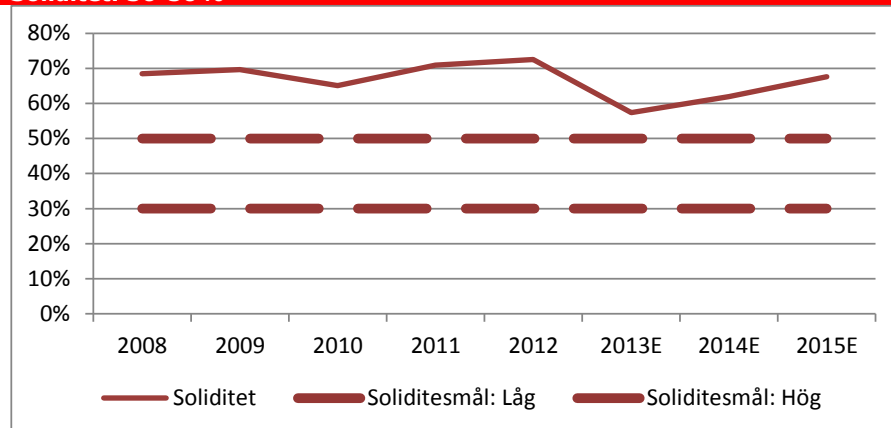
EBITDA-marginal: Minst 15%



Källa: Redeye

Efter nedskrivningen av POC i Q3 gick soliditeten ner, men vi räknar inte med att bolaget kommer ta sig ner till sitt soliditetsmål på 30-50%

Soliditet: 30-50%



Källa: Redeye

Värdering och aktie

Vårt motiverade värde på 55 (61) kronor per aktie är i linje med vår DCF modell, men något under det värde som vår modell för multipelvärdering indikerar. Det är mer än 40 procent uppsida till vårt motiverade värde från nuvarande aktiekurs. Med vår prognosticerade försäljningstillväxt och marginalexpansion motsvarar vårt motiverade värde ett P/E-tal på 10x för 2015E. Vid nuvarande aktiekurs handlas aktien till 2015E P/E 7x vilket vi anser vara mycket attraktivt.

DCF

Vår diskonterade kassaflödesmodell (DCF) ger ett motiverat värde på 55 (61) kronor per aktie. Vi använder ett avkastningskrav 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	121	25,8
DCF 2023-	144	30,5
Skulder	-21	-4,4
Kassa	16	3,4
Övrigt	2	0,5
Summa	258	54,8

Källa: Redeye

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.

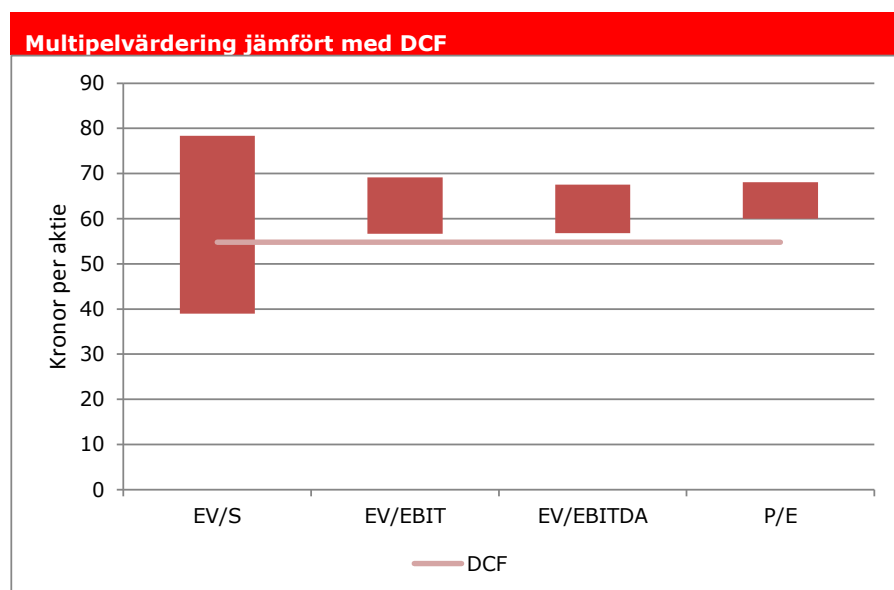
Multipelvärdering				
Multipel	Estimat	2020E	Multiplar	Aktievärde idag
EV/S	S	427	0,5x - 1,5x	39 - 78
EV/EBITDA	EBITDA	68	6,0x - 8,0x	57 - 68
EV/EBIT	EBIT	58	7,0x - 9,0x	57 - 69
P/E	EPS	9	12,0x - 14,0x	60 - 68

Källa: Redeye

Sammanfattning värdering

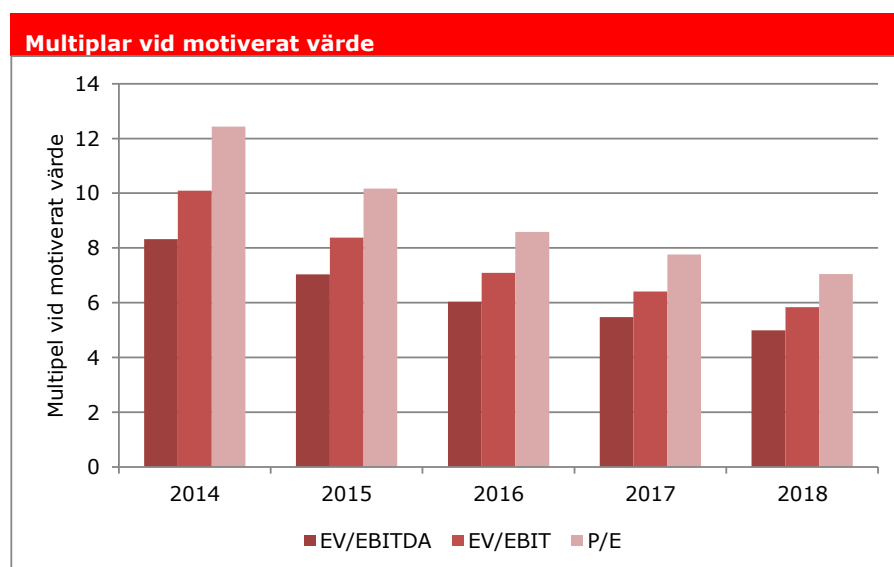
Ett motiverat värde på 55 kronor per aktie i linje med DCF-värdet ligger under intervallen för EV/EBIT, EV/EBITDA och P/E. Med tanke på geografisk expansion, ersättningsförsäljning, växande installerad bas och ökande andel förbrukningsvaror räknar vi med att Boule kommer kunna växa betydligt snabbare än marknaden fram till 2020E. Den underliggande marknaden är mogen och växer med låga ensiffriga tal vilket innebär att tillväxttakten bör komma ner på längre sikt vilket reflekteras i det lägre DCF-värdet. Man kan naturligtvis även argumentera för att lägre multiplar skulle eftersom den underliggande marknaden växer så pass långsamt.

Vi sätter vårt motiverade värde till 55 kronor per aktie



Källa: Redeye

Med våra estimat för 2015E blir P/E 10x vid vårt motiverade värde



Källa: Redeye

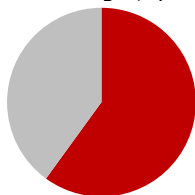
Sammanfattning Redeye Rating

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:

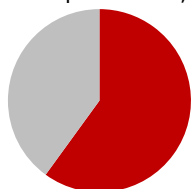
Inga

Ledning 6,0p



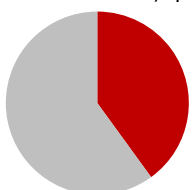
Ledningen har lång bransch erfarenhet men saknar erfarenhet från aktiemarknaden. Bolaget har relativt nyligen noterats och har därmed kort aktiemarknadshistorik. Ledningen äger mycket aktier i bolaget, vilket är positivt.

Tillväxtpotential 6,0p



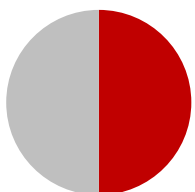
Bolaget agerar på en stor marknad men med begränsad tillväxt. I närtid har de nya instrumenten som är låsta till egna reagenser stor potential.

Lönsamhet 4,0p



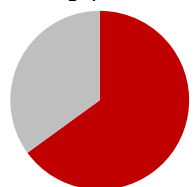
Bolaget har visat positivt resultat under flera år men har valt att investera en stor del av överskottet i FoU. Bolaget har hittills inte kunnat visa på någon stabilitet i resultatutvecklingen.

Trygg placering 5,0p



Boule säljer genom distributörer på över 100 olika marknader världen över. Boule säljer genom distributörer på över 100 olika marknader världen över. Bolaget har dock begränsad visibilitet över efterfrågan hos slutkunden.

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 illikvid, vilket försvårar handel i akten.

Resultaträkning	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättning	246	275	285	311	330
Summa rörelsekostnader	-226	-252	-363	-277	-289
EBITDA	20	24	-77	34	40
Avskrivningar materiella tillg.	-3	-3	-4	-6	-7
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	17	20	-81	28	34
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	-2	-1	0
Valutakursdifferenser	0	-1	0	0	0
Resultat före skatt	18	20	-82	28	34

Skatt	-7	-9	18	-7	-8
Net earnings	10	11	-65	21	25

Balansräkning	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	54	16	16	17	18
Kundfordringar	43	51	51	54	55
Lager	43	46	47	50	50
Andra fordringar	12	11	11	11	11
Summa omsättn.	152	124	125	132	135
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	12	15	27	29	31
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	6	9	13
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	119	151	94	100	105
Uppsk. skatteford.	1	1	12	12	12
Summa tillgångar	272	275	231	244	252

Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	43	43	44	47	49
Kortfristiga skulder	31	20	39	31	18
Övriga kortfristiga skulder	1	1	1	1	1
Summa kort. skuld	75	63	84	78	68
Räntebr. skulder	1	1	3	3	3
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	75	64	87	81	70
Uppskj. skatteskuld	4	11	11	11	11
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	193	200	133	151	170
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	193	200	133	151	170

Summa skulder och E. Kap.	272	275	231	244	252
----------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------

Fritt kassaflöde	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Omsättning	246	275	285	311	330
Sum rörelsekost.	-226	-252	-363	-277	-289
Avskrivningar	-3	-3	-4	-6	-7
EBIT	17	20	-81	28	34
Skatt på EBIT	-4	-5	17	-7	-8
NOPLAT	13	16	-63	21	25
Avskrivningar	3	3	4	6	7
Bruttokassaflöde	16	19	-60	27	32
Föränd. i rörelsekap	-12	-10	0	-3	0
Investeringar	-29	-35	53	-11	-11
Fritt kassaflöde	-25	-26	-7	13	21

Kapitalstruktur	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Soliditet	71%	73%	57%	62%	68%
Skuldsättningsgrad	16%	10%	32%	22%	12%
Nettoskuld	-22	5	27	17	2
Sysselsatt kapital	171	205	159	168	173
Kapit. oms. hastighet	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3

Tillväxt	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Försäljningstillväxt	7%	12%	4%	9%	6%
VPA-tillväxt (just)	-46%	9%	10%	70%	22%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	10,8 %	NPV FCF (2013-2012)	121
Betavärde	1,3	NPV FCF (2023-)	144
Riskfri ränta	3,5 %	Rörelsefrämjade tillgångar	18
Räntepremie	5,0 %	Räntebärande skulder	-21
WACC	12.4 %	Motiverat värde MSEK	258

Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	4,6 %	Motiverat värde per aktie, SEK	54,8
EBIT-marginal	13,1 %	Börskurs, SEK	38,5

Lönsamhet	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	6%	6%	-39%	15%	16%
ROCE	9%	9%	-41%	16%	18%
ROIC	10%	9%	-31%	13%	15%
EBITDA-marginal	8%	9%	-27%	11%	12%
EBIT-marginal	7%	7%	-28%	9%	10%
Netto-marginal	4%	4%	-23%	7%	8%

Data per aktie	2011	2012	2013E	2014E	2015E
VPA	2,15	2,35	-13,74	4,40	5,39
VPA just	2,15	2,35	2,59	4,40	5,39
Utdelning	0,00	0,50	0,50	1,30	1,90
Nettoskuld	-4,74	1,07	5,69	3,50	0,47
Antal aktier	4,71	4,71	4,71	4,71	4,71

Värdering	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Enterprise Value	128,3	183,4	208,0	197,7	183,4
P/E	14,9	16,1	14,9	8,7	7,1
P/S	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/S	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,4	7,8	-2,7	5,8	4,5
EV/EBIT	7,5	9,0	-2,6	7,0	5,4
P/BV	0,8	0,9	1,4	1,2	1,1

Aktiens utveckling	Tillväxt/år		11/13e
1 mån	-3,3 %	Omsättning	7,7 %
3 mån	1,3 %	Rörelseresultat, just	NaN
12 mån	-4,9 %	V/A, just	9,7 %
Årets Början	1,6 %	EK	-17,1 %

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 %

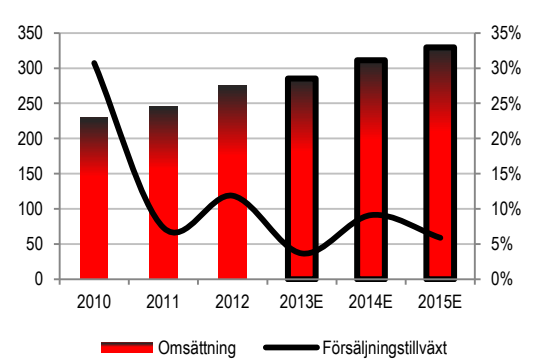
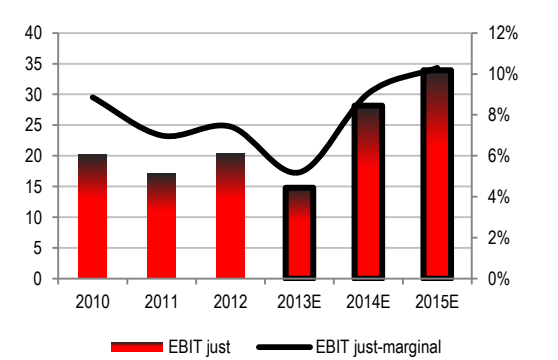
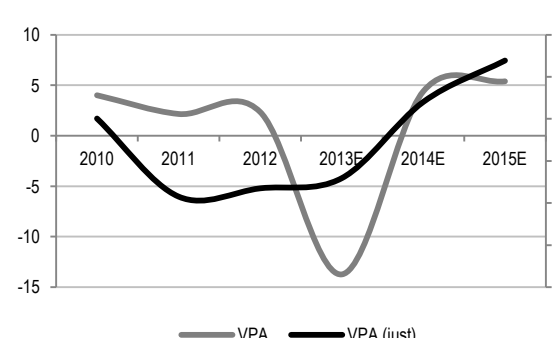
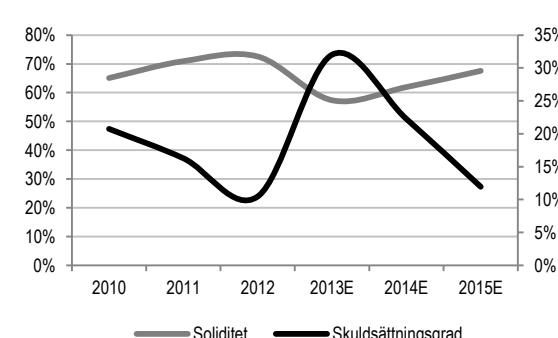
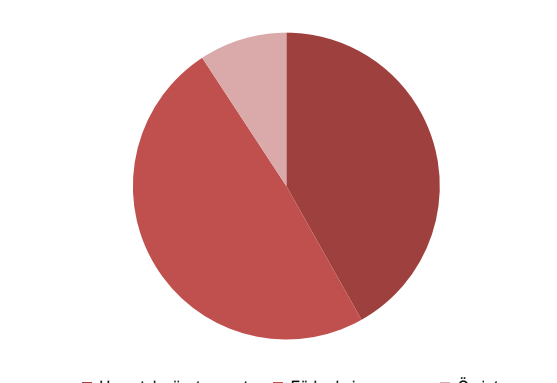
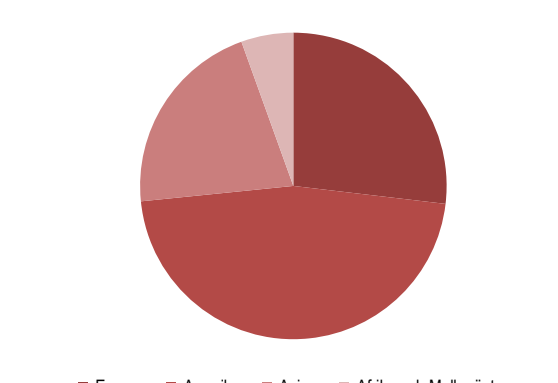
Aktien	
Reuterskod	BOUL.ST
Lista	Small cap
Kurs, SEK	38,5
Antal aktier, milj	4,7
Börsvärde, MSEK	181,2

Bolagsledning & styrelse	
VD	Ernst Westman
CFO	Fredrik Alpsten
IR	
Ordf	Lars-Olof Gustafsson

Nästkommande rapportdatum	
---------------------------	--

Analytiker	Redeye AB
Björn Olander	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
bjorn.olander@redeye.se	114 35 Stockholm

Klas Palin
klas.palin@redeye.se

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	Geografiska områden
 Legend: ■ Hematologiinstrument ■ Förbrukningsvaror ■ Övrigt	 Legend: ■ Europa ■ Amerika ■ Asien ■ Afrika och Mellanöstern
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Björn Olander äger aktier i Boule Diagnostics: Nej Klas Palin äger aktier i Boule Diagnostics: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	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 har lagt ner sin utveckling av ett instrument för Point-of-Care (patientnära diagnostik). Efter en nedskrivning på 95 miljoner kronor i Q3 2013 tror vi att bolaget kommer fokusera alltmer på tillväxt och lönsamhet.

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.