

# Boule Diagnostic

<b>BOULE (MSEK)</b>	
Aktiekurs	37,85
Antal aktier (Mj)	19,4166552
Mcap	734,9203993
Skuld	28,5
Kassa	17
EV	746,4203993
Balansomslutning	554,7
Goodwill	80,2

Boule Diagnostic är ett globalt diagnostikbolag, de utvecklar tillverkar och säljer system och förbrukningsvaror för blodcellräkning (hematologi). De riktar sig till små och medelstora sjukhus, kliniker och laboratorier samt till andra diagnostikbolag. Både inom human- och veterinärhematologi. De har dotterbolag i Sverige, USA, Mexiko och Ryssland. Produkterna säljs globalt via distributörer med stöd av egna lokala säljare och servicepersonal.

Grundades 1996 då Karo Bio Diagnostics AB förvärvades. Historien går tillbaka till 1950-tal när grundaren av Swelab Instrument AB, Erik Öhlin, utvecklade Europas första automatiska blodcellsräknare. Vilket är en tidig föregångare till dagens instrument från Boule. Boules amerikanska dotterbolag, Clinical Diagnostic Solutions Inc, har snarlik historia från Coulter Corporation som utvecklade världens första blodcellsräknare.

## Marknad

Boule är verksam inom hematologimarknaden, vilket är en medicinsk gren som fokuserar på studier av blodet, blodsjukdomar samt andra sjukdomar som kan diagnostiseras via blodcellräkning. Blodcellräkning är en av världens vanligaste diagnostiska test på kliniska laboratorier och genomförs inom såväl human- som veterinärdiagnostik.

Marknaden för decentraliserad bloddiagnostik står för drygt en femtedel av den globala hematologimarknaden och utgörs i huvudsak av små och medelstora sjukhus, kliniker och laboratorier. Värdet för den totala marknaden uppgår till ungefär sex miljarder kronor och väntas växa med 7 % per år. Boule har idag ett börsvärde på 750 miljoner kronor. Boule har en marknadsandel på cirka 8 % idag.

Bolaget har i sin tillväxtstrategi ett stort fokus på tillväxtmarknader som är i takt med att modernisera sin sjukvård. Dessa är främst Asien, Östeuropa, Afrika, Latinamerika och Mellanöstern och dessa står för cirka 60 % av intäkterna. I mogna marknader drivs tillväxten av en ökad medelålder och behov av sjukvård och i tillväxtmarknaderna drivs tillväxten av en förbättrad levnadsstandard och bättre tillgång till sjukvård.

#### NOT 4 INTÄKTER PER REGION OCH PRODUKT

Intäkter per region MSEK	apr-jun 2019	apr-jun 2018	Förändring	jul 18- jun 19 (R12)	jul 17- jun 18 (R12)	Förändring (R12)
USA	34,4	29,1	18%	136,9	123,5	11%
Asien	35,0	31,3	12%	134,4	109,0	23%
Östeuropa	18,2	16,1	13%	63,3	61,1	4%
Latinamerika	12,6	6,6	91%	41,0	32,5	26%
Västeuropa	8,8	9,1	-3%	35,8	35,6	0%
Afrika/Mellanöstern	10,7	15,7	-32%	44,1	62,5	-29%
Summa	119,7	107,8	11%	455,5	424,2	7%

## Affärsmodell

Boule säljer egenutvecklade CBC (Complete Blood Cell Counting) system i den globala hematologimarknaden. De får återkommande intäkter från försäljning av förbrukningsvaror såsom reagenser, kontroller, kalibratorer och service/support. Marginalerna är högre när det kommer till förbrukningsvarorna och därför är det viktigt att sälja in instrument för att växa antalet kunder som köper dessa. Där förbrukningsvaror för egna instrument står för cirka 42% av totala försäljningen. Därmed har rörelsemarginalen ökat över tid. Från 5-10 % till närmare 20 %. Även bruttomarginalen är hög, 2018 var den 44.7 %.

Förbrukningsvaror till OEM och CDS-Brand står för ungefär 14 % av intäkterna. Därmed står förbrukningsvaror totalt för ungefär 56 % av intäkterna. Service, reservdelar och frakt står för cirka 9 procent av intäkterna. Instrument står för ungefär 36 % av försäljningen. Samtliga siffror är för helåret 2018.

### Instrument och förbrukningsvaror

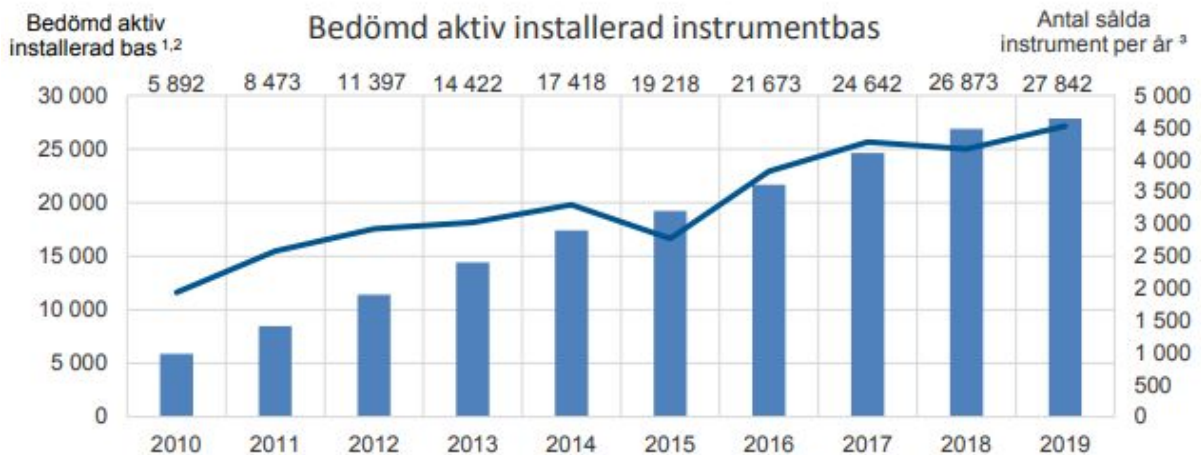
Andel av totala omsättningen 2018 (2017)



För drygt tio år sedan låste man förbrukningsvarorna för egna instrument. På så sätt så låser man in kunderna till att endast köpa förbrukningsvaror från just Boule. De gör även förbrukningsvaror för OEM kunder så man går inte miste om andra delar av marknaden. Slutligen gör man även förbrukningsvaror för andra tillverkare som har öppna system.

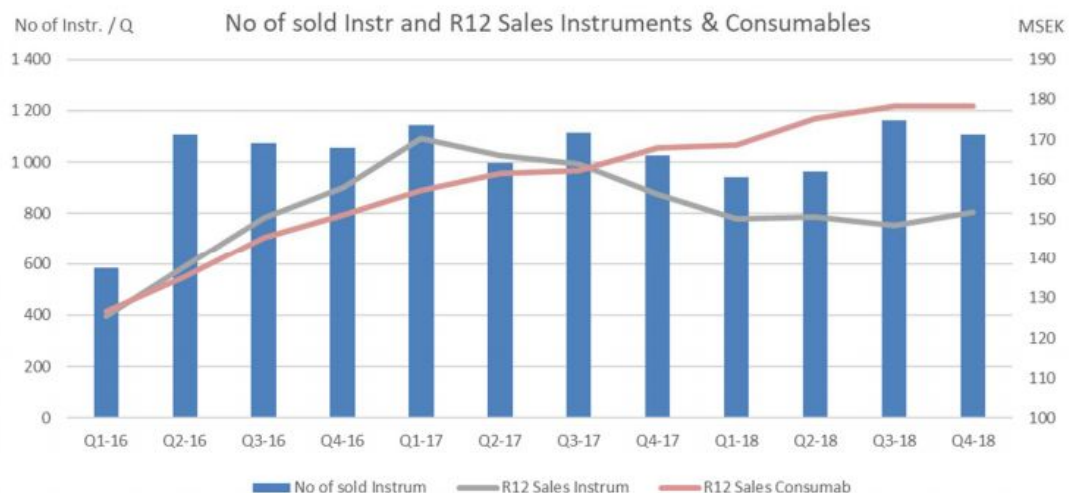
Produkterna tillverkas i deras egna fabriker i USA och Sverige och säljs i över 100 länder.

Den absolut viktigaste triggern/KPI:n för Boule blir därför försäljning av instrument och churnen av dessa. Alltså hur många kunder som fortsätter att använda sig av Boules instrument efter inköp och att installerad base ökar över tid. Instrumenten har en uppskattad livslängd på cirka 8 år. Enligt senaste kvartalsrapporten uppgår den aktivt installerade basen till 27 842 instrument. 2010 sålde man ungefär 2000 instrument per år och idag säljer man ungefär 4500 instrument per år.



I snitt genererar varje instrument en årlig försäljning av förbrukningsvaror på 6500 kronor. Denna siffra varierar baserat på geografi.

## Number of instruments sold and revenue trend



Boule har breddat produktportföljen, under 2018 lanserade man nya produkter för veterinärmarknaden som står för mellan 5 till 10 procent av koncernens omsättning.

Gillar faktumet att man får repetitiva intäkter över instrumentets livslängd på 8 år och att intäkterna troligtvis är rätt ocykliska. Boule ingick även under 2018 i ett samarbete med konkurrenten Cellavision där de kommer agera distributör. Cellavision är ingen direkt konkurrent utan agerar på den centraliserade CBC-marknaden.

## Ägare

Aktieägare per 30 juni 2019 (och därefter kända förändringar)	Antal aktier	Andel av kapital/röster
Svolder AB	2 318 797	11,94%
AB Grenspecialisten	2 073 268	10,68%
Thomas Eklund inkl. bolag	1 948 552	10,04%
Swedbank Robur Fonder AB	1 809 992	9,32%
Tredje AP-fonden	1 625 771	8,37%
Länsförsäkringar Fonder	911 417	4,69%
Société Générale	777 982	4,01%
RBC Investor	763 957	3,93%
SEB Asset Management	738 611	3,80%
State Street Bank & Trust	665 355	3,43%
Core Ny Teknik	590 000	3,04%
Handelsbanken Fonder	556 975	2,87%
CBNY-Norges Bank	550 000	2,83%
Andra AP-Fonden	392 776	2,02%
Övriga aktieägare (1 362)	3 693 099	19,02%
<b>Totalt antal aktier</b>	<b>19 416 552</b>	<b>100,00%</b>
Aktier via utestående antal optioner ex. hedging	981 024	
<b>Totalt antal aktier inkl. optioner</b>	<b>20 397 576</b>	

## Q2 2019

Första halvåret har börjat bra då tillväxten för förbrukningsvaror till egna instrument var 17 % YoY och försäljningen av instrument ökade med 18 % YoY. Bruttomarginalen var lägre till följd av den geografiska mixen. Priserna varierar beroende på marknader. Instrumenten är de som varierar mest i pris beroende på marknad. Instrumentförsäljningen har ökat snabbare i marknader med lägre pris, såsom Asien, Östeuropa och Latinamerika.

I Indien har Boule haft en mycket stark försäljning av instrument till låga marginaler under flera kvartal. Ett resultat av bolagets största upphandling någonsin. Det positiva är att marginalerna på reagensförsäljningen i Indien uppfyller deras marginalmål. Över tid blir detta alltså en bra affär. Rörelsemarginalen H1 har endast legat på 9.5 %. Jämfört med samma period förra året då den låg på 18.7 %. Detta har som sagt att göra med försäljning till marknader där priserna är lägre och dessutom tog man en engångskostnad (Reserv för osäkra kundfordringar på MSEK 5.9) under Q2 2019 som sänkte marginalen. De ska försöka att kontra detta med att höja priser och att sänka kostnad i produktionen.

## FDA

I maj 2018 så utförde FDA (Food and Drug Administration) en rutininspektion av Boules instrumentproduktion i Sverige. FDA kom med en del anmärkningar gällande facilitetens rutiner och Boule kontrade med en åtgärdsplan. I oktober återkom FDA med beskedet att bolagets åtgärder inte höll måttet. Detta har påverkat aktien negativt. Boule får fortsatt sälja och marknadsföra deras produkter. Kan man reda ut FDA problematiken så bör aktien gå upp på det.

## Resultathistorik

### Omsättning

#### Boules försäljning och tillväxt per produktområde

MSEK	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR* %
Instrument	125,2	119,0	155,7	156,2	151,7	5,1
Tillväxt från föregående år, %	5,9	-4,9	30,8	0,3	-2,9	
Förbrukningsvaror egna system	105,2	123,5	153,3	167,7	178,2	15,9
Tillväxt från föregående år, %	23,3	17,4	24,1	9,4	6,1	
CDS Brand/OEM	50,6	59,0	61,8	61,2	57,5	3,6
Tillväxt från föregående år, %	5,2	16,6	4,7	-1,0	-6,0	
Övrigt (service, reservdelar & frakter)	25,7	29,9	26,0	42,7	37,0	7,9
Tillväxt från föregående år, %	2,0	16,3	-13,0	64,2	-13,2	
<b>Totalt</b>	<b>306,7</b>	<b>331,4</b>	<b>396,7</b>	<b>427,8</b>	<b>424,4</b>	<b>8,9</b>
Tillväxt från föregående år, %	10,8	8,1	20,9	7,8	-0,8	

\*CAGR är den genomsnittliga årliga tillväxten under de senaste fem åren för respektive post

Intäkter från instrument har växt med 5.1 % CAGR 5yr. Förbrukningsvaror växer snabbare och växer med 15.9 % CAGR 5yr.

Totalt sett så har totala intäkterna växt med 8.9 % CAGR 5yr.

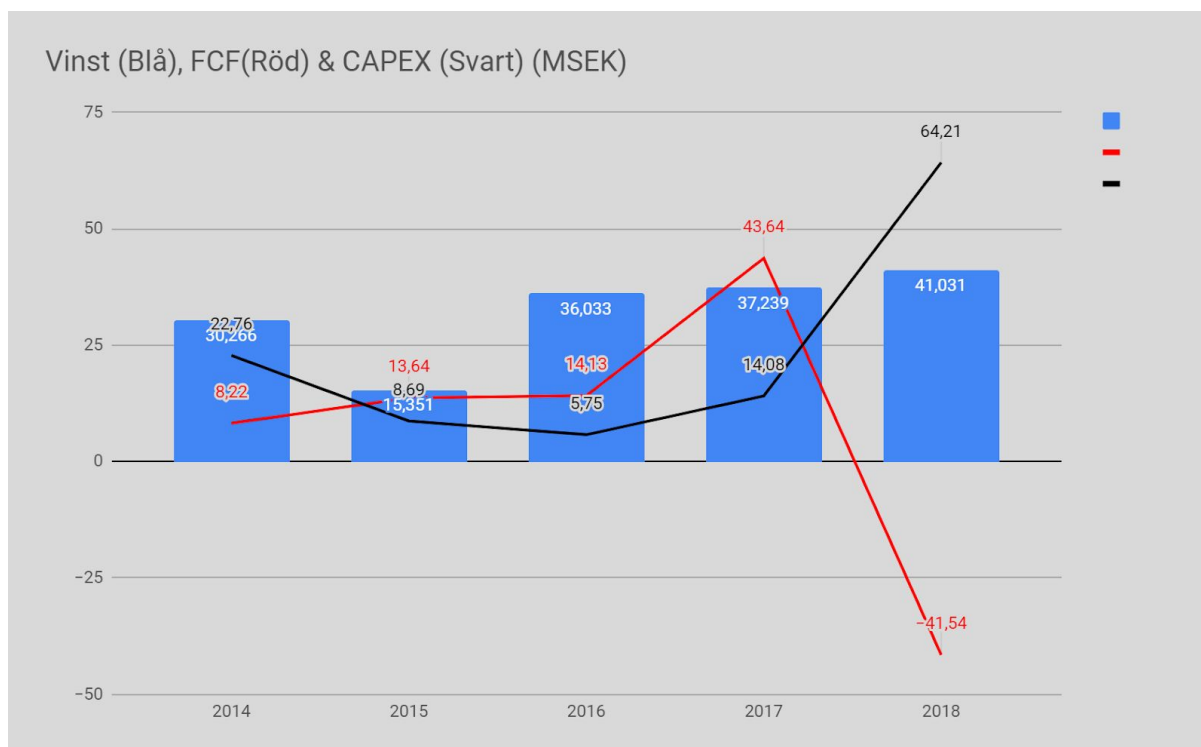
De har en hög bruttomarginal mellan 44 till 48 procent. Bruttomarginalen är högre på förbrukningsvaror.

### EBIT

kSEK	2018	2017	2016	2015	2014
<b>RESULTATRÄKNING</b>					
Nettoomsättning	424 400	427 793	396 712	331 407	306 687
Kostnad för sålda varor	-234 682	-225 107	-206 064	-181 580	-170 242
<b>Bruttoresultat</b>	<b>189 718</b>	<b>202 686</b>	<b>190 647</b>	<b>149 828</b>	<b>136 445</b>
Övriga rörelseintäkter	10 511	5 205	6 935	4 799	5 947
Försäljningskostnader	-86 186	-88 093	-69 188	-66 228	-62 572
Administrationskostnader	-23 451	-27 443	-30 360	-22 837	-24 989
Forsknings- och utvecklingskostnader	-28 816	-31 703	-37 480	-40 071	-23 631
Övriga rörelsekostnader	-6 941	-6 300	-13 464	-3 886	-4 641
<b>Rörelseresultat</b>	<b>54 835</b>	<b>54 352</b>	<b>47 091</b>	<b>21 604</b>	<b>26 560</b>

Rörelseresultatet uppgick till 54.84 MSEK 2018 och har växt med 15.6 % CAGR 5yr. Rörelsemarginalen har legat mellan 7 och 13 procent. Bolaget har ett uttalat mål om att nå 15 % i rörelsemarginal vilket jag tror går att uppnå då marginalen är högre på segmentet förbrukningsvaror som växer snabbare än övriga segment.

## FCF



## Lönsamhet

### Nyckeltal

#### Lönsamhet

ROIC	14,94%
ROE	13,51%
ROA	7,40%



## Balansräkning

Balansomslutning 554.7 MSEK

Goodwill 80.2 MSEK (7,2% av balansomslutningen)

Nettokassa 8.1 MSEK (Enligt traditionella måttet, enligt IFRS 16 där man ökar leasingkulder så är nettokassa -25.5 MSEK)

Net debt to EBITDA of 0.42x. Alltså uppgår skulden till 42 % av EBITDA. Inte så högt. EBITDA är 2.4xNet Debt.

Soliditet 54.8 % (54.8 % av balansräkningen utgörs av Eget Kapital)

## Vallgravar

Enligt mig har Boule rätt starka vallgravar i form av stickyness. Livslängden på instrumenten är cirka 8 år och bolaget har låst maskinerna till att endast fungera med Boules egna förbrukningsvaror. Visst kan det förekomma piratkopiering men det är inget kunderna kommer att fuska med då sjukvård ställer extremt höga krav på kvalitet då man riskerar människors hälsa om man inte gör det.

Detta medför att kunderna av Boules instrument kommer att köpa förbrukningsvaror över lång tid och att det bli en sorts inlåsningsseffekt. Så moatsen är stickiness och switching costs då det blir för dyrt att köpa ett nytt instrument.

## Värdering

Standardvärderingen på börsen är cirka 14-15 ggr årsvinsten. OMX och S&P har i snitt ett PE på 14-15. Motsvarar en Earnings Yield på 6.6% ( $E/P = 1 / 15$ ). Detta är ett ganska bra avkastningskrav i dagens räntemiljö. Denna multipel bör självklart anpassas baserat på bolagets framtida tillväxt och dess vallgravar.

Boule har både haft en stark historisk tillväxt och hyfsade vallgravar vilket gör att de förtjänar ett P/E-tal som är högre än medelföretaget. EV/EBITx20.

Jag har räknat med att intäkterna växer med 10 % till 2019 vilket är extremt konservativt då tillväxten för H1 redan ligger på 15 % YoY. Tillväxten i försäljningen är inte frågetecknet i Boule utan det är marginalerna.

Då marginalerna har legat mellan 7 och 13 procent och deras uttalade mål är 15 procent så har jag räknat med ett marginal intervall mellan 6 och 15 procent. För att få ett brett utfall av värderingar.

Räknar med en multipel på tjugo gånger rörelseresultatet i samtliga fall och får således ett värderingsintervall.

Rörelsemarginal	20xEBIT (kr/aktie)
6,00%	28,85
7,00%	33,66
8,00%	38,47
9,00%	43,28
10,00%	48,09
11,00%	52,90
12,00%	57,70
13,00%	62,51
14,00%	67,32
15,00%	72,13

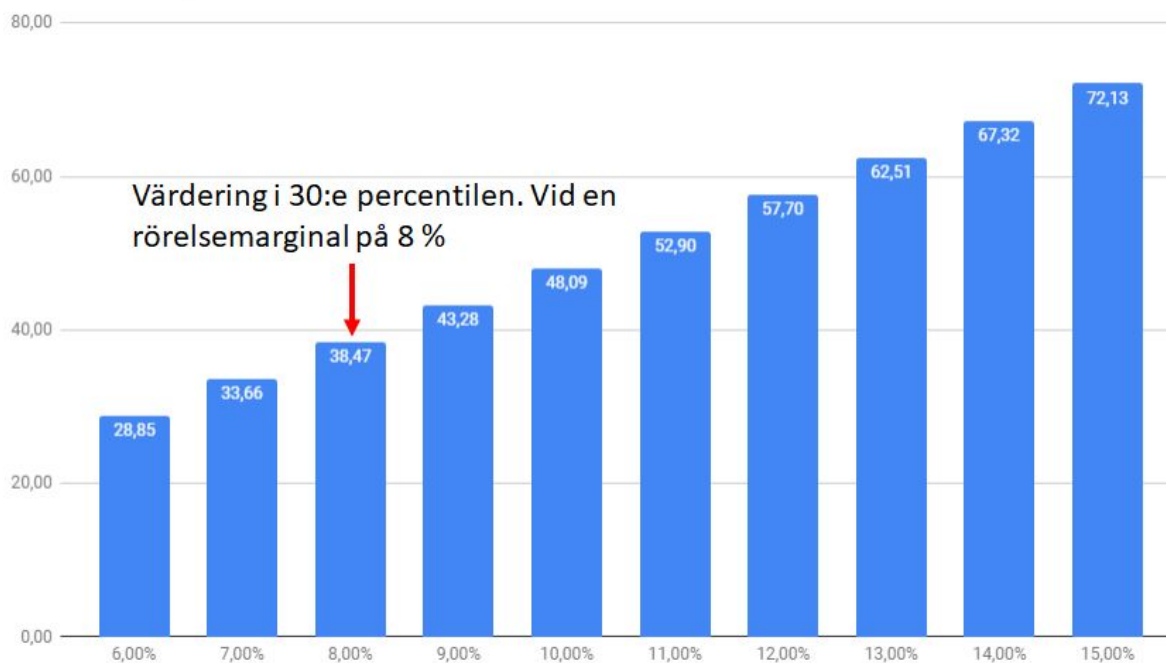
Idag handlas Boule till **EV/EBIT 14**.



## Sammanfattning

En värdering i dagsläget på 39 kr/aktie medför att aktien hamnar i 30:e percentilen av mitt värderingsintervall. På svenska innebär det att aktien är dyrare än 30 procent av mina värderingar och billigare än 70%. Aktien förefaller vara lågt värderad om man tror att mina antaganden om marginalnivåer samt EV/EBIT-multipel på tjugo är rimlig.

Aktievärdering kontra rörelsemarginal



Slutligen har det varit många insiderköp, detta är inget som jag tycker är en anledning för köp men är alltid ett litet plus.