

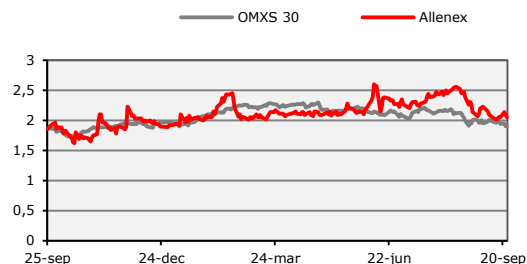
**Sammanfattning**

# Allenex

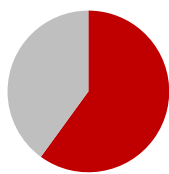
## Svagt Europa bör vända uppåt

- Försäljningen i Q2 kom in något under våra förväntningar och liksom tidigare kompenserar ett starkt Nordamerika och gynnsamma valutaeffekter för svaghet i Europa. Vi tror dock att Europa kommer återvända till tillväxt under de närmaste kvartalen.
- Den nya produkten för realtids-PCR kallad QTYPE är på väg att introduceras på marknaden. Den kan öppna dörrar till kliniker som ännu inte är kunder och det blir första gången bolaget säljer instrument.
- Vi gör relativt små estimatförändringar och behåller vårt motiverade värde oförändrat på 2,7 kronor per aktie, vilket är 35 procent uppsida från dagens nivå. Vi förväntar oss hög vinsttillväxt från relativt låg nivå och det gör att värderingsmultiplarna blir allt mer attraktiva under de närmaste åren.

Lista: 241 MSEK  
 Börsvärde: Medtech  
 Bransch: Anders Karlsson  
 VD: Anders Williamsson  
 Styrelseordf:

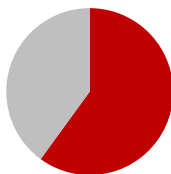

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



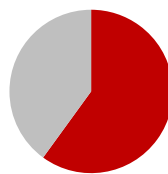
6,0 poäng

Ägarskap



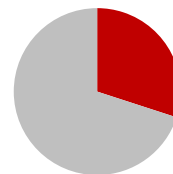
6,0 poäng

Tillväxtutsikter



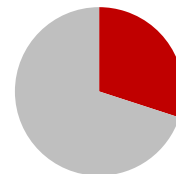
6,0 poäng

Lönsamhet



3,0 poäng

Finansiell styrka



3,0 poäng

**Nyckeltal**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	112	125	139	160	183	Aktiekurs (SEK)	2,0
Tillväxt	-1%	12%	11%	15%	14%	Antal aktier (milj)	120,3
EBITDA	12	25	26	37	48	Börsvärde (MSEK)	241
EBITDA-marginal	11%	20%	19%	23%	26%	Nettoskuld (MSEK)	74
EBIT	10	23	22	30	40	Free float (%)	17 %
EBIT-marginal	9%	18%	16%	19%	22%	Dagl oms. ('000)	48
Resultat före skatt	6	20	18	25	36		
Nettoreultat	2	15	13	18	25		
Nettomarginal	2%	12%	9%	11%	14%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	0,02	0,13	0,11	0,15	0,21	Björn Olander	
P/E	126,5	15,2	18,8	13,6	9,5	bjorn.olander@redeye.se	
EV/S	3,4	2,5	2,3	1,9	1,5	Klas Palin	
EV/EBITDA	32,3	12,5	11,9	8,2	5,9	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 Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Svagt Europa bör vända upp snart

Försäljningstillväxten i Q2 blev 7,4 procent och det var något lägre än vi väntat oss. Även om Allenex väljer att inte redovisa det tror vi att den valutajusteradetillväxten hamnade nära noll i kvartalet.

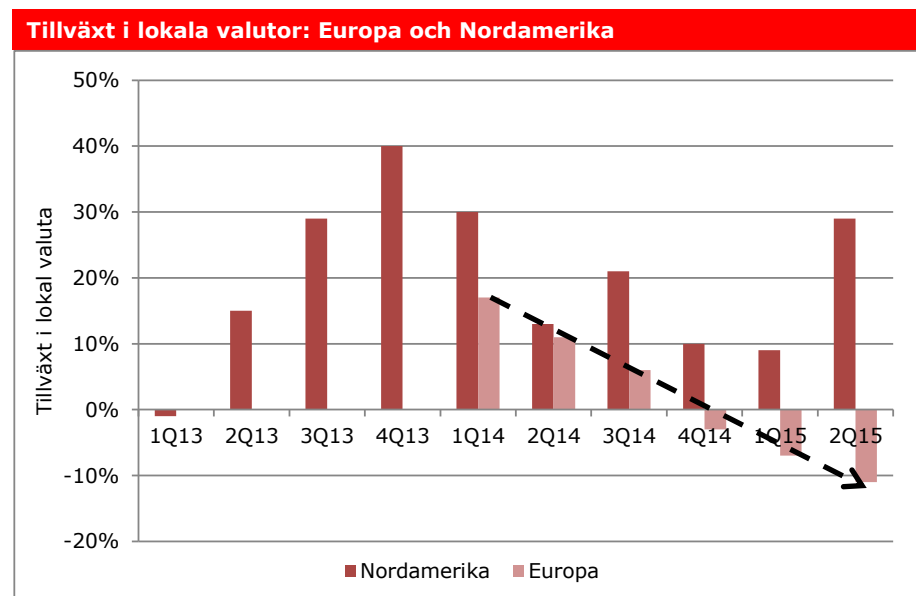
*Nordamerika växte 29% i lokala valutor*

Nordamerika växte med hela 29 procent i lokal valuta och det drevs framför allt av nya kunder i SBT-segmentet. Under kvartalet konverterade två laboratorier till teknologin, vilket innebär att det nu är 22 laboratorier i Nordamerika som använder sig av teknologin. Det kan jämföras med 13 i jämförelsekvartalet, så procentuellt är den ökningen nästan 70 procent.

*Europa backade 11% i lokala valutor*

Europa har haft en bekymmersam utveckling och minskningen i lokal valuta blev hela 11 procent under Q2. Det innebär att tillväxttakten minskat i åtminstone fem kvartal i rad. Det mesta tyder på att den utvecklingen är på väg att vända och jämförelsetalen blir allt enklare. Frankrike växte medan Tyskland minskade med fyra procent i lokal valuta, men för att det totalt sett ska bli en minskning på 11 procent måste viktiga marknader ha backat rejält. Det ligger nära till hands att tro att Italien som är stort försäljningsmässigt minskat betydligt jämfört med förra året.

Allenex uppgav även att utvecklingsländerna Kina och Indien minskade sin försäljning jämfört med Q2 förra året, men rapporterar inte med hur mycket.



Källa: Redeye Research

Bruttomarginalen på 77,2 (76,0) procent förbättrades, men nådde inte riktigt upp till våra förväntningar som låg på 78,8 procent inför rapporten.

<b>Förväntat vs. utfall</b>					
<b>(SEKm)</b>	<b>Q2 Redeye</b>	<b>Diff.</b>	<b>Förra året</b>	<b>Diff.</b>	
Nettoomsättning	33,9	34,4	-0,5	31,5	2,3
Varulagerförändring	1,5	0,0	1,5	0,1	1,4
Aktiverat arbete	0,6	0,0	0,6	0,0	0,6
Övriga intäkter	0,8	0,8	0,0	1,5	-0,8
<b>Rörelseintäkter</b>	<b>36,7</b>	<b>35,1</b>	<b>1,6</b>	<b>33,2</b>	<b>3,5</b>
Råvaror och förnöd.	-7,7	-7,3	-0,4	-7,6	-0,2
Övriga ext. kostnader	-11,3	-7,3	-4,0	-10,9	-0,5
Personal	-12,4	-12,6	0,2	-12,2	-0,2
Avskrivningar	-1,0	-1,0	0,0	-0,6	-0,5
<b>Rörelseresultat</b>	<b>4,2</b>	<b>6,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
Finansiella poster	-3,0	-1,2	-1,8	-0,9	-2,1
<b>Resultat efter fin.</b>	<b>1,2</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>
Skatt	-0,9	-2,0	1,1	-0,7	-0,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>0,4</b>	<b>3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>
Vinst per aktie	0,00	0,03	-0,03	0,00	0,00
Tillväxt	7,4%	9,1%	-1,7%	16,0%	-8,6%
Bruttomarginal	77,2%	78,8%	-1,6%	76,0%	1,2%
EBIT-marginal	12,5%	19,8%	-7,4%	6,4%	6,1%

*Något högre försäljning och bättre marginaler lyfte resultatet över våra förväntningar*

Källa: Redeye Research

*Något lägre EBIT än vår prognos*

Rörelseresultatet på 4,2 (2,0) miljoner kronor var lägre än vårt estimat på 6,8 miljoner kronor. Lägre försäljning och bruttomarginal förklarar det mesta av den avvikelser, men det var även något högre "Övriga externa kostnader" än vi räknat med. Det är dock något som tenderar att fluktuera mellan kvartalen och vi betraktar inte det som särskilt anmärkningsvärt.

*Marginalexpansion jämför med svagt 2014*

EBIT-marginalen förbättrades till 12,5 (6,4) procent, men då bör man komma ihåg att jämförelse kvartalet var mycket svagt på grund av ovanligt hög kostnadsnivå i just det kvartalet.

## Realtids-PCR står inför dörren

*Ny produkt bra för snabba typningar...*

Allenex har sedan 2014 tagit fram en ny produktgrupp baserad på realtids-PCR. Produkten kallad QTYPE utgår från Allenex SSP-teknologi och den är framför allt lämplig när man önskar snabba svar eftersom det typiskt sett tar mindre än en timme jämfört med cirka tre timmar för SSP och 5-7 timmar för SSO. Det handlar till exempel om transplantation från avlidna donatorer då tidsaspekten är kritisk.

*...och det kan öppna nya dörrar för Allenex.*

Lanseringen innebär att Allenex för första gången börjar sälja instrument och det innebär att Allenex kan öppna dörren till laboratorier som hittills inte varit aktuella. Som vanligt är marknadsintroduktioner svårbedömda, men vi bedömer att det är rätt väg att gå. Än så länge har vi relativt återhållsamma förväntningar på vad det ska kunna innebära, men det blir en viktig faktor att ha ögonen på under den närmaste tiden.

## Finansiella prognoser

Resultaträkning per år								
(SEKm)	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Nettoomsättning	80,5	98,7	112,7	111,8	125,2	139,4	160,0	183,0
Varulagerförändring	1,2	-2,2	0,2	3,2	5,4	0,1	0,0	0,0
Aktiverat arbete	0,0	5,2	0,0	0,0	0,7	1,1	0,0	0,0
Övriga intäkter	10,6	3,7	3,4	3,8	4,2	3,4	3,0	3,0
<b>Rörelseintäkter</b>	<b>92,3</b>	<b>105,3</b>	<b>116,4</b>	<b>118,8</b>	<b>135,5</b>	<b>144,0</b>	<b>163,0</b>	<b>186,0</b>
Råvaror och förnöd.	-15,6	-16,6	-18,1	-18,9	-26,2	-32,1	-37,9	-44,9
Övriga ext. kostnader	-36,6	-49,2	-44,8	-43,7	-38,8	-36,8	-40,0	-42,2
Personal	-49,9	-51,8	-43,3	-44,4	-45,2	-48,6	-50,6	-53,6
Avskrivningar	-0,9	-1,9	-2,3	-2,2	-2,5	-4,2	-4,6	-5,0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-8,1</b>	<b>-13,5</b>	<b>7,9</b>	<b>9,6</b>	<b>22,9</b>	<b>22,2</b>	<b>29,9</b>	<b>40,3</b>
Finansiella poster	-8,3	-11,7	-5,5	-4,1	-2,5	-4,5	-4,5	-4,3
<b>Resultat efter fin.</b>	<b>-16,4</b>	<b>-25,2</b>	<b>2,4</b>	<b>5,5</b>	<b>20,4</b>	<b>17,7</b>	<b>25,3</b>	<b>36,1</b>
Skatt	2,9	9,1	-2,2	-3,2	-5,2	-4,9	-7,6	-10,8
Minoritetens andel	3,6	5,5	4,5	3,3	-2,3	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>12,9</b>	<b>12,8</b>	<b>17,7</b>	<b>25,2</b>
Vinst per aktie	-0,08	-0,09	0,04	0,05	0,11	0,11	0,15	0,21
Tillväxt	-3,3%	22,6%	14,2%	-0,8%	12,0%	11,3%	14,8%	14,4%
Bruttomarginal	80,7%	83,2%	83,9%	83,1%	79,1%	77,0%	76,3%	75,5%
EBIT-marginal	-8,8%	-12,8%	7,0%	8,6%	18,3%	16,0%	18,7%	22,0%

Källa: Redeye Research

*Starka vinstökningar på grund av tillväxt och marginalexpansion*

Vi räknar med att försäljningen ökar med 11,3 procent under 2015E och att EBIT-marginalen kommer in på 16,0 procent. Det innebär visserligen att marginalen minskar jämfört med 2014, men den påverkades då av hela 5,4 miljoner kronor i varulagerförändring. Det lyfte marginalen med drygt fyra procentenheter och om man justerar för den har marginalen expanderat sedan 2011. Under de närmaste kvartalen räknar vi med att positiva valutaeffekter och lanseringen av realtid-PCR kommer lyfta tillväxten som varit svag i Europa och stark i USA.

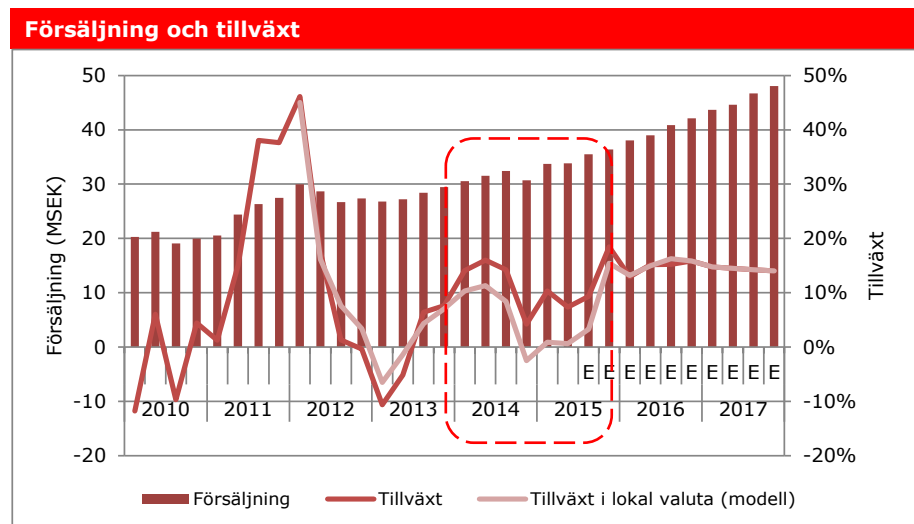
Resultaträkning per kvartal									
(SEKm)	Q1 '14	Q2 '14	Q3 '14	Q4 '14	Q1 '15	Q2 '15	Q3E '15	Q4E '15	
Nettoomsättning	30,6	31,5	32,4	30,7	33,7	33,9	35,5	36,4	
Varulagerförändring	0,7	0,1	-1,3	5,8	-1,4	1,5	0,0	0,0	
Aktiverat arbete	0,0	0,0	0,7	0,0	0,5	0,6	0,0	0,0	
Övriga intäkter	0,6	1,5	1,3	0,8	1,1	0,8	0,8	0,8	
<b>Rörelseintäkter</b>	<b>31,9</b>	<b>33,2</b>	<b>33,2</b>	<b>37,3</b>	<b>33,9</b>	<b>36,7</b>	<b>36,2</b>	<b>37,1</b>	
Råvaror och förnöd.	-5,0	-7,6	-6,1	-7,6	-7,8	-7,7	-8,2	-8,4	
Övriga ext. kostnader	-9,9	-10,9	-10,0	-8,1	-6,7	-11,3	-9,3	-9,5	
Personal	-12,3	-12,2	-9,1	-11,6	-12,6	-12,4	-10,6	-13,0	
Avskrivningar	-0,5	-0,6	-0,8	-0,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	
<b>Rörelseresultat</b>	<b>4,2</b>	<b>2,0</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>5,1</b>	
Finansiella poster	-1,6	-0,9	-0,3	0,3	0,8	-3,0	-1,2	-1,2	
<b>Resultat efter fin.</b>	<b>2,5</b>	<b>1,1</b>	<b>7,0</b>	<b>9,8</b>	<b>6,7</b>	<b>1,2</b>	<b>5,9</b>	<b>4,0</b>	
Skatt	-1,2	-0,7	-0,6	-2,6	-1,1	-0,9	-1,8	-1,2	
Minoritetens andel	-0,2	-0,3	-0,6	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Nettoresultat</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>0,4</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>	
Vinst per aktie	0,01	0,00	0,05	0,05	0,05	0,00	0,03	0,02	
Tillväxt	14,1%	16,0%	14,2%	4,2%	10,3%	7,4%	9,3%	18,5%	
Bruttomarginal	83,6%	76,0%	81,3%	75,4%	77,0%	77,2%	77,0%	76,8%	
EBIT-marginal	13,6%	6,4%	22,4%	30,8%	17,3%	12,5%	19,9%	14,1%	

Källa: Redeye Research

*Underliggande tillväxt  
och gynnsam valuta i  
Nordamerika*

## Försäljning och marginaler lyfts av valuta

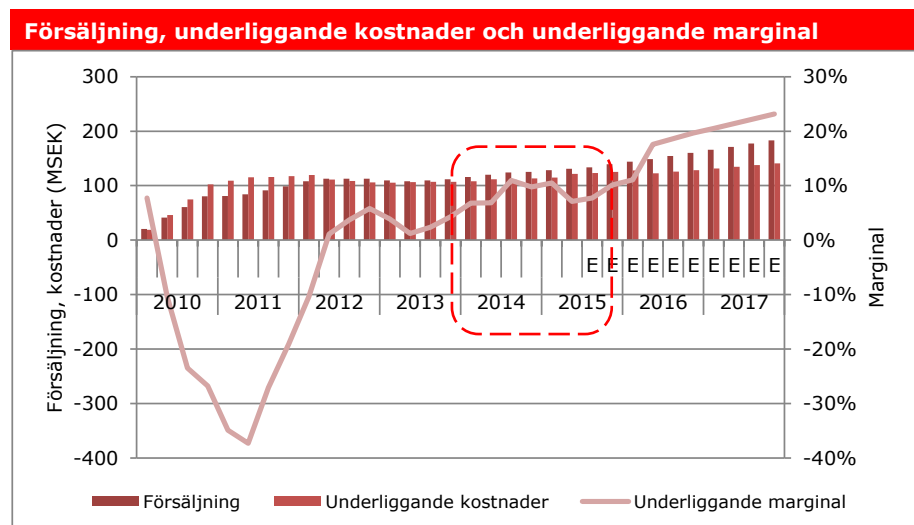
Den underliggande försäljningstillväxten har varit svag under de senaste kvartalen och det beror framför allt på en avmattning i Europa. Utvecklingen i USA har varit desto starkare, men inte tillräckligt för att kompensera för det för Allenex försäljningsmässigt större Europa. Däremot har medvinden från främst SEK/USD och i viss mån SEK/EUR lyft den rapporterade försäljningen.



Källa: Redeye Research

*Underliggande tillväxt  
och positiva  
valutaeffekter närmaste  
kvartalen*

För att bättre åskådliggöra marginalutvecklingen har vi i nedanstående figur rensat bort avskrivningar, varulagerförändringar, aktiverat arbete och övriga intäkter, men inkluderat aktiverade utvecklingskostnader. Det visar på ett visst tapp i marginalen, men vi räknar med att den kommer återhämta sig under de närmaste kvartalen. Förutom att vi förväntar oss högre tillväxt framöver har valutasituationen hållit tillbaka marginalexpansionen eftersom vissa kostnader också påverkats av valutaförändringar. Inför lanseringen av realtids-PCR har även ovanligt höga kostnader aktiverats, vilket alltså är inkluderat i det här måttet.



Källa: Redeye Research

*Endast små förändringar  
av försäljningsprognosen*

## Endast mindre prognosjusteringar

Vi justerar ner försäljningsprognosen med mindre än en procent under de närmaste tre åren. I kombination med marginellt högre kostnadsnivå blir den negativa inverkan på EBIT-nivå cirka 2-4 miljoner kronor under 2015-17E. Det innebär att våra EBIT-marginalantaganden sänks något, men vi förväntar oss fortfarande en relativt dramatisk marginalexpansion under de närmaste åren.

<b>Estimatförändringar</b>			
<b>Nya (MSEK)</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
Nettoomsättning	139,4	160,0	183,0
Rörelseresultat	22,2	29,9	40,3
Resultat efter fin.	17,7	25,3	36,1
Nettoresultat	12,8	17,7	25,2
Vinst per aktie	0,11	0,15	0,21
Tillväxt	11,3%	14,8%	14,4%
Bruttomarginal	77,0%	76,3%	75,5%
EBIT-marginal	16,0%	18,7%	22,0%
<b>Gamla</b>			
Nettoomsättning	140,5	161,3	184,5
Rörelseresultat	26,1	32,6	42,6
Resultat efter fin.	23,4	28,1	38,3
Nettoresultat	16,4	19,7	26,8
Vinst per aktie	0,14	0,16	0,22
Tillväxt	12,2%	14,8%	14,4%
Bruttomarginal	78,2%	77,9%	77,1%
EBIT-marginal	18,6%	20,2%	23,1%
<b>Förändring</b>			
Nettoomsättning	-1,1	-1,3	-1,4
Rörelseresultat	-3,9	-2,8	-2,3
Resultat efter fin.	-5,6	-2,8	-2,3
Nettoresultat	-3,6	-1,9	-1,6
Vinst per aktie	-0,03	-0,02	-0,01
Tillväxt	-0,9%	0,0%	0,0%
Bruttomarginal	-1,2%	-1,6%	-1,6%
EBIT-marginal	-2,6%	-1,6%	-1,1%

Källa: Redeye Research

## Värdering och aktie

Motiverat värde  
2,7 kronor per aktie

Vi gör endast mindre justeringar i negativ riktning och vi behåller vårt motiverade värde på 2,7 kronor per aktie. Det är i linje med vårt DCF-värde och i samma storleksordning som vår multipelmodell indikerar.

Attraktivt värderat och  
35% uppsida

Det är cirka 35 procent uppsida till vårt motiverade värde och aktien handlas nu till P/E 14x och 10x för 2016E respektive 2017E. Allenex står inför en spännande period då underliggande tillväxttakt i Europa bör böttna ur, om inte annat på grund av enklare jämförelsetal, samtidigt som bolaget nu tar steget till att för första gången lansera ett instrument. Det talar för en kraftig vinsttillväxt från relativt nedpressade nivåer och det gör att värderingsmultiplarna sjunker i snabb takt under de närmaste åren.

### DCF

DCF-värde 2,7 kronor per  
aktie

Vår diskonterade kassaflödesmodell (DCF) ger ett värde på 2,7 kronor per aktie. Vi använder ett avkastningskrav på 12,2 procent för att diskontera kassaflödena under den explicita prognosperioden fram till 2024E och terminalvärdet under de följande åren.

DCF sammanfattning		
	SEKm	Per aktie
DCF 2015-2024	193	1,6
DCF 2025-	219	1,8
Skulder	-92	-0,8
Kassa	7	0,1
Övrigt	0	0,0
<b>Summa</b>	<b>327</b>	<b>2,7</b>

Källa: Redeye Research

### Multipelvärdering

Multipelvärdering  
indikerar värden i samma  
storleksordning som DCF

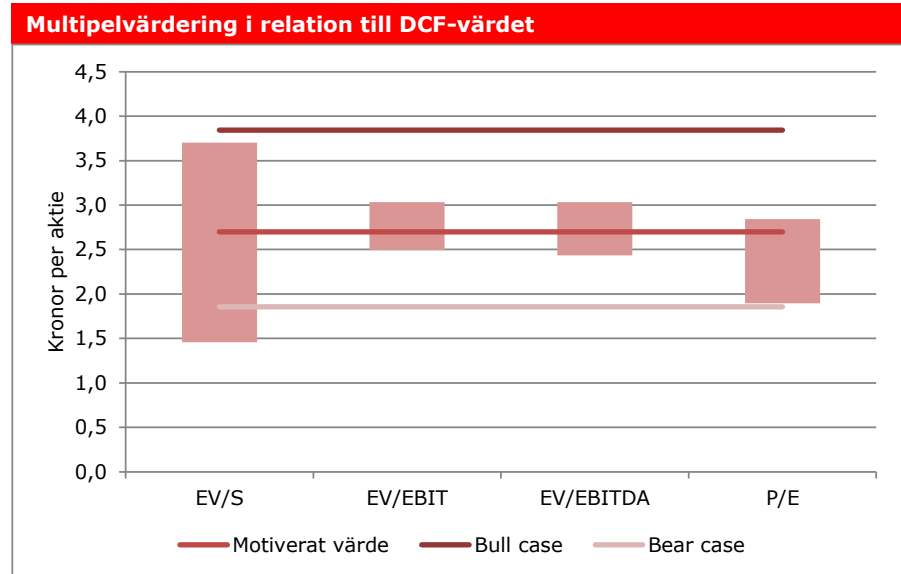
Vi har ansatt intervall av multiplar för några av de vanligaste värderingsmått baserat på vilken värdering ett bolag av Allenex karaktär kan förväntas ha när bolaget mognat ytterligare. Dessa multiplar i kombination med våra estimat för 2020E, i förekommande fall tillsammans med nettokassan, ger ett implicit aktievärde 2020E. Genom att diskontera värdet till nutid och dessutom ta hänsyn till prognosticerade utdelningar under perioden erhålls ett värde som speglar var aktien bör handlas idag givet dessa förutsättningar.

Multipelvärdering				
Multipel	Estimat	2020E	Multiplar	Aktievärde idag
EV/S	S	257	1,0x - 3,0x	1,5 - 3,7
EV/EBITDA	EBITDA	68	7,0x - 9,0x	2,4 - 3,0
EV/EBIT	EBIT	61	8,0x - 10,0x	2,5 - 3,0
P/E	EPS	0,35	10,0x - 15,0x	1,9 - 2,8

Källa: Redeye Research

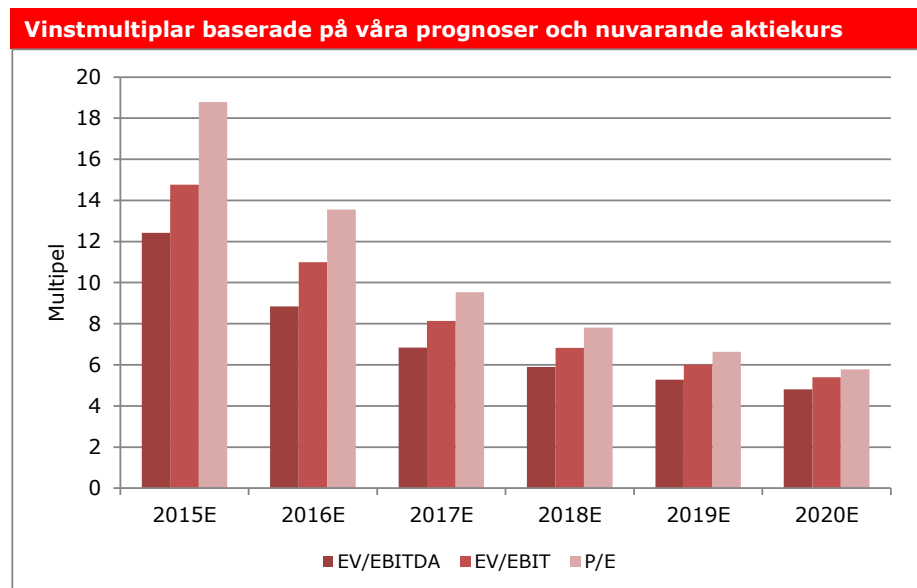


DCF-värdet är i samma storleksordning som multipelvärderingen indikerar



Källa: Redeye Research

Med den höga vinststillväxten som vi räknar med kommer dagens relativt höga multiplar se betydligt attraktivare ut under de närmaste åren. Till exempel kommer P/E-talet baserat på nuvarande aktiekurs sjunka under 10x redan 2017E om bolaget lyckas leva upp till våra förväntningar.



Källa: Redeye Research

## Scenarioanalys

I resten av analysen argumenterar vi för ett scenario som vi anser vara väl avvägt med utgångspunkt för antaganden som enligt vår mening förefaller rimliga. Det finns dock många faktorer som på olika sätt kommer påverka utfallet och det är därför relevant att försöka kvantifiera hur aktien kan påverkas av olika scenarier som kan tänkas inträffa.

*Base case:  
2,7 kronor per aktie*

I vårt Base case-scenario räknar vi med en genomsnittlig årstillväxt på 13,5% fram till 2019E då EBIT-marginalen förbättrats till 23,4%. Det ger ett motiverat värde på 2,7 kronor per aktie.

*Bear case:  
1,9 kronor per aktie*

I vårt Bear case-scenario räknar vi med att bolaget tillväxt uppgår till 10% fram till 2019E. Med tanke på den långsammare försäljningstillväxten är EBIT-marginalen 20%. Under de förutsättningarna indikerar vår modell att aktien bör handlas till cirka 1,9 kronor per aktie.

*Bull case:  
3,8 kronor per aktie*

I vårt Bull case-scenario växer bolaget med 20% till 2019E, vilket är högre än i vårt Base case. Det är även avsevärt högre än underliggande marknad och skulle förutsätta en betydande expansion på geografiska marknader som ännu befinner sig i ett tidigt skede för Allenex. Det är dock fullt möjligt att satsningarna i länder som Kina, Brasilien och andra tillväxtmarknader skulle kunna lyfta försäljningen betydligt mer än vi vågar hoppas på i vårt Base case-scenario. Dessutom kan kommande produktlanseringar komma att få en betydligt kraftigare inverkan än vi räknat med i vårt grundscenario. Vi räknar dock med att EBIT-marginalen även i det fallet uppgår till 24,3%. Under de förutsättningarna indikerar vår modell att aktien bör handlas till cirka 3,8 kronor per aktie.

<b>Scenarioanalys</b>			
	<b>Bear</b>	<b>Base</b>	<b>Bull</b>
Årlig tillväxt till 2019E	10,0%	13,3%	20,0%
EBIT-marginal 2019E	20,0%	23,4%	23,4%
Värde per aktie	1,9	2,7	3,8
Uppsida från 2 kronor	-7%	35%	92%

Källa: Redeye Research

## Sammanfattning Redeye Rating

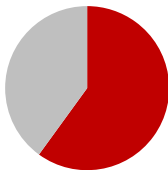
---

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

### Ratingförändringar i denna rapport:

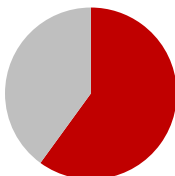
Inga.

Ledning 6,0p



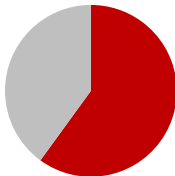
Allenex har ännu inte uppfyllt sina finansiella mål, men utvecklingen har förbättrats betydligt under senaste 1-2 åren. Bolaget har fokuserat verksamheten till transplantationsområdet och kostnadskontrollen har blivit allt bättre under de senaste åren. Kommunikationen har förbättrats baserad på mer realistiska mål och det finns en tydlig vision vart bolaget vill komma. Allenex skulle må bra av en lägre skuldsättning.

Ägarskap 6,0p



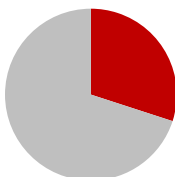
Om styrelse och ledning ägde fler aktier hade betyget kunnat bli högre. Huvudägare som representerar över 75 procent av ägandet är med i styrelsen via representanter eller i egen person.

Tillväxtutsikter 6,0p



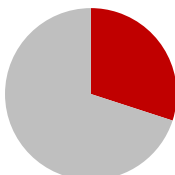
Allenex har en betydande potential att växa av egen kraft genom att ta marknadsandelar. Bolagets produkter har höga marginaler och är inte beroende av ett fåtal enskilda kunder. När kunderna väl väljer Allenex produkter är barriären för att byta relativt hög, vilket låser in kunder i långa relationer. Transplantationsområdet är dock en relativt mogen marknad med måttlig tillväxt, även om det finns segment som växer snabbare.

Lönsamhet 3,0p



Allenex har vänt från förlust och har gradvis förbättrat sin lönsamhet och vi räknar med att den kommer förbättras ytterligare. Vi betraktar lönsamheten över en lite längre period och om den positiva utvecklingen fortsätter bör det finnas utrymme att höja betyget.

Finansiell styrka 3,0p



Bolaget har en hög skuldsättning i förhållande till sin lönsamhet, vilket ställer krav på betydande förbättring framöver. Styrkan med Allenex är att efterfrågan på bolagets produkter är stabil och relativt okänslig för svängningar i exempelvis konjunkturen.

Resultaträkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	112	125	139	160	183
Summa rörelsekostnader	-100	-100	-113	-123	-135
<b>EBITDA</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>37</b>	<b>48</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-2	-2	-4	-5	-5
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	-3	-3
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>40</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-4	-3	-5	-5	-4
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>36</b>
Skatt	-3	-5	-5	-8	-11
<b>Nettoreultat</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>25</b>
Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	10	7	11	13	15
Kundfordringar	15	17	17	19	22
Lager	30	38	28	32	37
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>55</b>	<b>62</b>	<b>56</b>	<b>64</b>	<b>73</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	4	3	1	-2	-5
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	7	4	4	4	4
Goodwill	215	215	215	215	215
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	63	65	66	65	64
Övr. anlägg. tillg.	0	0	24	24	24
<b>Summa anlägg.</b>	<b>289</b>	<b>288</b>	<b>311</b>	<b>307</b>	<b>303</b>
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
<b>Summa tillgångar</b>	<b>344</b>	<b>350</b>	<b>367</b>	<b>371</b>	<b>376</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	17	23	20	21	24
Kortfristiga skulder	15	21	17	19	28
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>32</b>	<b>44</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>52</b>
Räntebr. skulder	83	71	68	56	28
L. icke räntebr.skulder	13	14	28	24	19
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>128</b>	<b>129</b>	<b>133</b>	<b>120</b>	<b>100</b>
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	216	220	233	251	276
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>216</b>	<b>220</b>	<b>233</b>	<b>251</b>	<b>276</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>344</b>	<b>350</b>	<b>367</b>	<b>371</b>	<b>376</b>
Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	112	125	139	160	183
Sum rörelsekost.	-100	-100	-113	-123	-135
Avskrivningar	-2	-2	-4	-7	-8
<b>EBIT</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>40</b>
Skatt på EBIT	-2	-6	-6	-9	-12
<b>NOPLAT</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>28</b>
Avskrivningar	2	2	4	7	8
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>36</b>
Föränd. i rörelsekap	-8	-4	7	-5	-4
Investeringar	1	-1	-28	-4	-4
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>28</b>
Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Soliditet	63%	63%	64%	68%	73%
Skuldsättningsgrad	45%	42%	37%	30%	21%
Nettoskuld	88	85	74	62	42
Sysselsatt kapital	304	305	308	313	318
Kapit. oms. hastighet	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljningstillväxt	-1%	12%	11%	15%	14%
VPA-tillväxt (just)	740%	560%	-16%	39%	42%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	12,2 %	NPV FCF (2015-2017)	37
		NPV FCF (2018-2024)	156
		NPV FCF (2025-)	219
		Rörelsefrämjade tillgångar	7
		Räntebärande skulder	-92
		Motiverat värde MSEK	327
Antaganden 2015-2021		<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>2,7</b>
Genomsn. förs. tillv.	7,0 %	Börskurs, SEK	7,0
FRIT-marginal	24,0 %		

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	1%	7%	6%	7%	10%
ROCE	1%	7%	6%	8%	11%
ROIC	2%	6%	5%	7%	9%
EBITDA-marginal	11%	20%	19%	23%	26%
EBIT-marginal	9%	18%	16%	19%	22%
Netto-marginal	2%	12%	9%	11%	14%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VPA	0,02	0,13	0,11	0,15	0,21
VPA just	0,02	0,13	0,11	0,15	0,21
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,73	0,71	0,62	0,52	0,35
Antal aktier	120,30	120,30	120,30	120,30	120,30

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Enterprise Value	378,9	315,9	314,9	302,7	282,7
P/E	126,5	15,2	18,8	13,6	9,5
P/S	2,6	1,8	1,7	1,5	1,3
EV/S	3,4	2,5	2,3	1,9	1,5
EV/EBITDA	32,3	12,5	11,9	8,2	5,9
EV/EBIT	39,5	13,8	14,2	10,1	7,0
P/BV	1,3	1,0	1,0	1,0	0,9

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	13/15e
1 mån	-13,4 %	Omsättning	11,7 %
3 mån	-14,2 %	Rörelseresultat, just	52,26 %
12 mån	7,5 %	V/A, just	135,8 %
Årets Början	4,2 %	EK	4,0 %

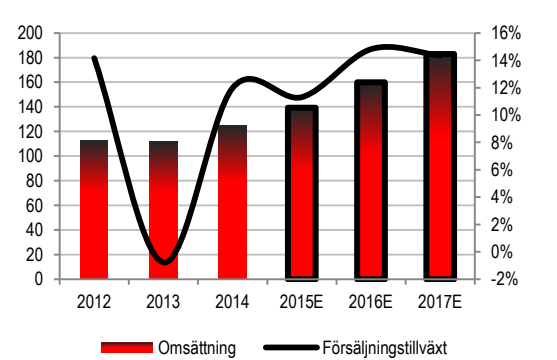
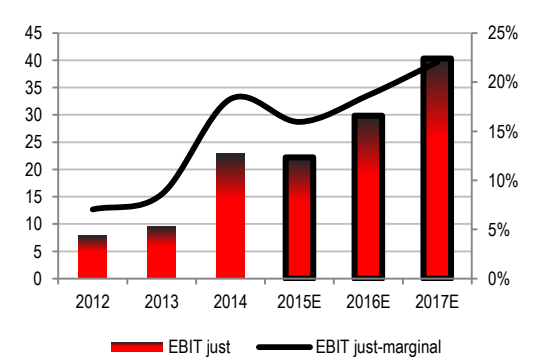
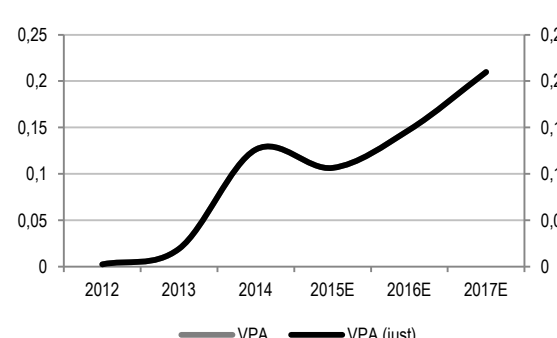
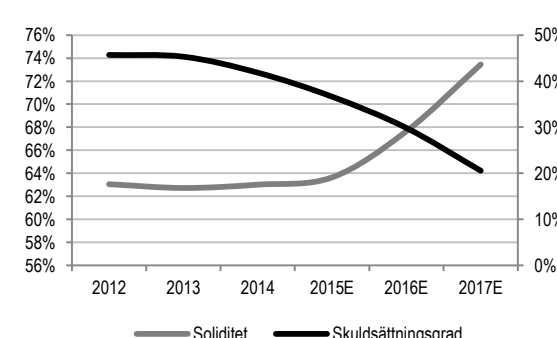
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Midroc Invest AB	36,3 %	36,3 %
FastPartner AB	32,3 %	32,3 %
Xenella Holding AB	9,3 %	9,3 %
Mannersons Fastighets AB	5,6 %	5,6 %
Avanza Pension Försäkring AB	1,9 %	1,6 %
SHB fonder	0,5 %	0,5 %
Nordnet Pensionsförsäkring AB	0,4 %	0,4 %
Holgerson Jan	0,4 %	0,4 %
SEB fonder	0,3 %	0,3 %
Britt-Marie Jonsson	0,3 %	0,3 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	2,0
Antal aktier, milj	120,3
Börsvärde, MSEK	240,6

Bolagsledning & styrelse	
VD	Anders Karlsson
CFO	Yvonne Axelsson
IR	
Ordf	Anders Williamsson

Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	October 27, 2015

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 (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>110</td> <td>14%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>110</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>125</td> <td>12%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>140</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>160</td> <td>14%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>180</td> <td>13%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2012	110	14%	2013	110	0%	2014	125	12%	2015E	140	11%	2016E	160	14%	2017E	180	13%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) &amp; Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>8</td> <td>7%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>9</td> <td>8%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>23</td> <td>19%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>23</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>30</td> <td>19%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>40</td> <td>22%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2012	8	7%	2013	9	8%	2014	23	19%	2015E	23	15%	2016E	30	19%	2017E	40	22%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2012	110	14%																																									
2013	110	0%																																									
2014	125	12%																																									
2015E	140	11%																																									
2016E	160	14%																																									
2017E	180	13%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2012	8	7%																																									
2013	9	8%																																									
2014	23	19%																																									
2015E	23	15%																																									
2016E	30	19%																																									
2017E	40	22%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>0,01</td> <td>0,01</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>0,02</td> <td>0,02</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>0,13</td> <td>0,13</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>0,11</td> <td>0,11</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>0,15</td> <td>0,15</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>0,21</td> <td>0,21</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2012	0,01	0,01	2013	0,02	0,02	2014	0,13	0,13	2015E	0,11	0,11	2016E	0,15	0,15	2017E	0,21	0,21	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>63%</td> <td>45%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>63%</td> <td>45%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>63%</td> <td>42%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>64%</td> <td>38%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>68%</td> <td>32%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>74%</td> <td>22%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2012	63%	45%	2013	63%	45%	2014	63%	42%	2015E	64%	38%	2016E	68%	32%	2017E	74%	22%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2012	0,01	0,01																																									
2013	0,02	0,02																																									
2014	0,13	0,13																																									
2015E	0,11	0,11																																									
2016E	0,15	0,15																																									
2017E	0,21	0,21																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2012	63%	45%																																									
2013	63%	45%																																									
2014	63%	42%																																									
2015E	64%	38%																																									
2016E	68%	32%																																									
2017E	74%	22%																																									
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p><b>Björn Olander äger aktier i Allenex: Nej</b>  <b>Klas Palin äger aktier i Allenex: Nej</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Allenex utvecklar, tillverkar och marknadsför produkter för säkrare transplantationer. Bolaget har en egen försäljningsorganisation i Europa och USA, Olerup GmbH och Olerup Inc. Allenex finansiella mål är att under en konjunkturcykel öka omsättningen för koncernen med i genomsnitt minst 10 procent per år med en rörelsemarginal på EBIT-nivå som överstiger 20 procent.</p>																																										

**DISCLAIMER****Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. 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, 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 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- 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 uttryckligen 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 objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

**Redeye Rating (2015-09-25)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	30	33	16	7	18
3,5p - 7,0p	57	48	72	33	35
0,0p - 3,0p	4	10	3	51	38
Antal bolag	91	91	91	91	91

\*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

**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.