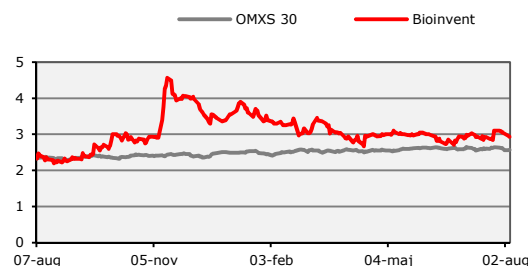
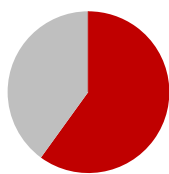


Sammanfattning
Bioinvent (Binv.st)
Plattformen ökar i betydelse

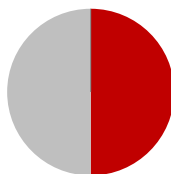
- Det var positivt att Bioinvent lyckas visa vinst i verksamheten för andra kvartalet och det tar bolaget ett steg närmare affärs målet att nå balans mellan rörelsekostnader och intäkter i år. För att nå hela vägen krävs dock leverans av nya partneravtal under H2 2014.
- Den starka utvecklingen i kvartalet var i sig inte så överraskande, utifrån de nyheter som bolaget släppt senaste tiden. Det som dock överraskade oss något var att det nu är tre partnerprogram i klinisk fas, där endast två tidigare kommunicerats till marknaden.
- Det ökade antalet partnerprogram i klinisk fas adderar till värderingen av plattform som nu utgör 30 procent av vårt motiverade värde, vilket uppgår till 6,0 (6,0) kronor per aktie.

Lista:
Börsvärde:
Bransch:
VD:
Styrelseordf:

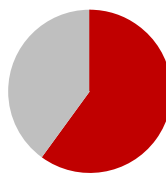
Small cap
329 MSEK
Biotech
Michael Oredsson
Björn O Nilsson


Redeye Rating (0 – 10 poäng)
Ledning


6,0 poäng

Ägarskap


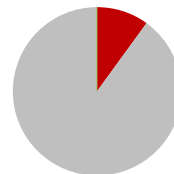
5,0 poäng

Tillväxtutsikter


6,0 poäng

Lönsamhet


0,0 poäng

Finansiell styrka


1,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	43	82	72	56	102	Aktiekurs (SEK)	2,9
Tillväxt	-66%	90%	-12%	-22%	82%	Antal aktier (milj)	112,8
EBITDA	-191	-16	-25	-45	-9	Börsvärde (MSEK)	329
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Nettoskuld (MSEK)	-74
EBIT	-191	-19	-27	-47	-11	Free float (%)	75 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Dagl oms. ('000)	190
Resultat före skatt	-188	-18	-25	-46	-11		
Nettoresultat	-188	-18	-25	-46	-11		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-2,54	-0,21	-0,22	-0,41	-0,09	Klas Palin	
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	klas.palin@redeye.se	
EV/S	3,4	2,7	3,2	4,8	2,8		
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Björn Olander	
						bjorn.olander@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.

Vinst i Q2!

*Ökad omsättning bakom
lyftet till svarta siffror*

Som rubriken antyder lyckades Bioinvent överraska positivt i rapporten för andra kvartalet. Tack vare ett kraftigt omsättningslyft blev det svarta siffror för perioden och rörelsevinsten hamnade på 3,4 (-10,2) miljoner. Omsättningen för perioden steg till 32,4 (12,3) miljoner kronor och det handlar om ökade intäkterna från partners i form av milstolpsbetalningar och från försäljning av projektet ADC-1013 till Alligator Biosciences. Fördelningen av dessa komponenter specificeras inte i rapporten, men vår gissning är att omkring 10-12 miljoner kronor av periodens intäkter är relaterade till utvecklingsplattformen (licenser och milstolpar) och resterande 20 miljoner kronor är kopplat till försäljningen av ADC-1013.

*Negativt kassaflöde under
andra kvartalet*

Kostnaderna ökade under perioden och steg till 29,0 (22,5) miljoner kronor. Det handlar framför allt om högre kostnader för forskning och utveckling som steg till 20 (16) miljoner kronor. Antalet anställda fortsätter att minska och uppgick vid halvårsskiftet till 36 (46) personer. Det innebär även lägre personalkostnaderna som sjönk till 10 (13) miljoner kronor. Det är visserligen positivt att organisationen slimmas, men med färre fast anställda ökar istället beroendet av extern expertis.

*Tre partnerprogram i
klinisk fas*

Kassaflödet från den löpande verksamheten hängde inte med resultatutvecklingen under andra kvartalet utan hamnade på minus, -24,8 miljoner kronor. Detta är en effekt av rörelsekapitaluppbyggnad som under andra kvartalet uppgick till -28,8 miljoner kronor, vilket beror på intäktsförda men ännu inte utbetalade intäkter från Alligator Biosciences och Bayer. Vid utgången av andra kvartalet uppgick nettokassan till 74,3 miljoner kronor.

Tre n-CoDeR-projekt i klinisk fas

Även om svarta siffror alltid är positivt i sig var den mest positiva överraskningen i rapporten att Bioinvent numer har tre partnerprojekt, som härstammar från n-CoDeR, i klinisk fas. Sedan någon vecka tillbaka visste vi att ett till antikroppsprojekt från Bayer avancerat till kliniska studier, men att det även fanns ett tredje överraskade oss. Ledningen bekräftar att ett tredje projekt under perioden nått klinisk fas, vilket tidigare inte kommunicerats till marknaden. Anledningen till att inte detta pressmeddelats till marknaden uppges bero på en lägre ersättning som aktiverades vid start av fas I. Vid samtal med ledningen indikeras dock att avtalsvärdet och strukturen i övrigt, med denna partner, är av liknande art som övriga n-CoDeR-avtal, vilket talar för bättre milstolpsnivåer vid senare utvecklingsstadier.

Utöver de tre kliniska programmen finns ytterligare sex partnerprogram i preklinisk fas, där tre av dessa framstår vara längre framskridna än övriga. Antikroppsbiblioteket n-CoDeR har hängt med länge och det handlar om avtal tecknade för flera år sedan, men det är nu vi verkligen börjar få se tydligare värden från dessa avtal när projekten övergår i klinisk fas.

*n-CoDeR står i dagsläget
för 30 procent av vårt
motiverade värde*

Eftersom vi ännu har relativt sparsamt med information kring plattform-projekten har vi valt en generell värderingsansats av dessa. När projekt dock avancerar i utvecklingen ändrar vi vår riskjustering av projektet, vilket leder till ökade värden. Efter att justerat för att bolaget nu har tre program i kliniska fas ökar vår värdering av plattformen, som nu utgör 30 procent av vårt motiverade värde.

Efter att viktiga phage-display patent gått ut har det blivit svårare att få till nya avtal kring rena antikroppsbibliotek och det är därför Bioinvent alltmer lägger sina resurser på avtal kring F.I.R.S.T.-plattformen istället. Den officiella lanseringen av plattformen mot partners skedde under andra kvartalet. Ledningen anger, som sig bör, en optimistisk ton kring intresset för denna från industrins håll. Bolaget jobbar för att leverera ett partneravtal kring plattformen i år. Utifrån att denna typ av processer kan ta tid, räknar vi med att ett avtal tidigast kan bli aktuellt mot slutet av året.

Status i bolagets projekt

BI-505 är fortsatt den mest betydelsefulla tillgången för Bioinvent och här pågår en mindre fas II-studie inom multipelt myelom på asymptomatiska patienter. Patientrekryteringen till studien verkar dock gå trögt. Som vi tidigare skrivit, uppfattar vi dock inte att denna studie i sig är avgörande för att kunna få till ett partneravtal för BI-505. Partnerdiskussioner uppges i högsta grad fortsatt vara aktiva kring projektet, vilket givetvis är positivt. Det som dock väcker viss osäkerhet kring intresset från partners är att processen nu varit i gång i omkring ett års tid. Ledningen lyfter dock fram att bolaget under denna period genomfört stora ändringar i organisationen och att teamet som jobbar med detta till stora delar förändrats.

Blir det något avtal kring BI-505 är det nu, under andra halvåret, det ska komma. Om så inte sker kommer vi behöva ta ned förväntningarna betydligt för projektet. Osäkerhet som finns kring just partnerintresset anser vi är den enskilda faktor som är mest hämmande för aktiekursen i dagsläget.

För **BI-1206** är målet oförändrat, att inleda en första klinisk studie kring årsskiftet 2014/15. Inför dessa studier har prekliniska toxikologiska studier startats under det andra kvartalet. Det vi känner en viss osäkerhet kring är om ett partneravtal blir klart redan i år (affärsmål) eller om Bioinvent behöver genomföra en fas I-studie först för att lyckas attrahera potentiella tagare till projektet.

Ett alternativt sätt att finansiera vidareutvecklingen, för bägge projekten, är via forskningsstöd. Här pågår aktiviteter från bolagets sida.

*Inget vidare tempo i
rekrytering av patienter
till pågående fas II-studie*

*Förväntar oss en start av
fas I-studie i början av
2015 för BI-1206*

Finansiella prognoser

Vi har efter rapporten justerat ned våra estimat något. Den största skillnaden är att vi känner en större osäkerhet kring huruvida det verkligen kan levereras ett avtal kring BI-1206 före fas I. För att inta en något mer försiktig attityd i frågan har vi därför skjutit framåt intäkter från ett licensavtal för BI-1206 till 2016 (2015).

Sänkta prognoser

(MSEK)		2014P	2015P
Omsättning	Ny	72,2	56,0
	Tidigare	74,8	96,0
(%)		-3%	-42%
EBIT	Ny	-26,6	-47,0
	Tidigare	-20,9	-24,0
(%)		-27%	-96%

Källa: Redeye Research

Andra halvåret av 2014 förväntar vi oss blir något bättre än det första och vi har för fjärde kvartalet inkluderat ett avtal kring FIRST-plattformen (2 miljoner dollar) och riskjusterad ersättning från avtal för BI-505 (21 miljoner kronor). Det är givetvis stor osäkerhet kring dessa antaganden, vilka kan visa sig vara optimistiska. Å andra sidan finns möjligheter för positiva överraskningar av att fler antikroppar utvecklade med n-CoDeR avancerar i den kliniska utvecklingen eller avtal kring tidiga forskningsprojekt.

Tabell Prognoser Bioinvent

	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Omsättning	42,9	81,7	72,2	56,0	102,0
Totala rörelsekostnader	-227,9	-98,0	-96,8	-100,7	-111,2
EBITDA	-185,0	-16,3	-24,6	-44,7	-9,2
Avskrivningar	-6,1	-2,9	-2,0	-2,3	-2,3
EBIT	-191,1	-19,2	-26,6	-47,0	-11,5
Finansnetto	3,2	1,1	1,2	1,0	0,5
Rörelseresultat före skatt	-187,9	-18,0	-25,3	-46,0	-11,0
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-187,9	-18,0	-25,3	-46,0	-11,0
Likvida medel	100,1	64,7	99,9	58,8	43,1

Finansieringen är i våra ögon bra i dagsläget

Värdering

Vi tillämpar en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell i vår värdering av Bioinvent, där varje enskilt projekt värderas var för sig. Utgångspunkt för de projekt som värderas är att en läkemedelskandidat har blivit vald, vilket även är det kriteriet vi använder för plattformspjekten.

Motiverat värde uppgår till 6 kronor per aktie

Vårt motiverade värde för Bioinvent är oförändrat efter justerade prognoser och uppgår till 6,0 (6,0) kronor per aktie när vi använder ett avkastningskrav på 17,6 procent.

Bioinvent - Kassaflödesvärdering

Projekt	Indikation	Chans för lansering	Royaltysats (Andel BINV)	Toppförsäljn. (MUSD)	Lansering	Nuvärde (MSEK)*
BI-505	Multipel Myelom	25%	15%	600	2018	334
BI-1206	Blodcancer	15%	12%	500	2021	127
Plattformsprojekt, Fas I x3**	Multipla	15%	3%	300	2020-	94
Plattformsprojekt, Preklin x6**	Okänd	10%	3%	300	2021-	108
Motiverat teknologivärde (MSEK)						663
Nettokassa (MSEK)						74
Admim. Kost						-63
Motiverat börsvärde (MSEK)						674
Antal aktier (milj.)						112,8
Motiverad aktiekurs (SEK)						6,0

* Värderingen baseras på 6,7 SEK/USD, ** Partnerprogram n-CoDeR

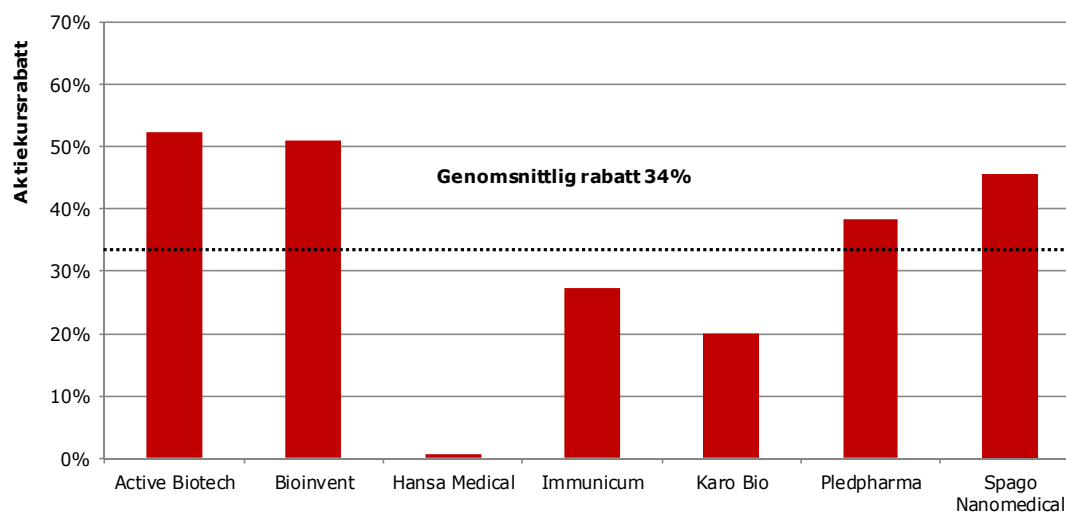
Källa: Redeye Research

Vi har i nuläget valt att inte lägga med kommande betalningar från Alligator och Bayer till nettokassan, då kassaflödet ännu inte skett. Uppskattningsvis ligger värdet på 25 miljoner kronor som innebär ett värde på ytterligare 0,2 kronor per aktie.

Låga förväntningar jämfört med sektor kollegor

Marknaden fortsätter vara försiktig i sin syn på värdena i Bioinvent och aktien handla till en värderingsrabatt som är högst i sektorn och den överstiger 50 procent enligt våra antaganden, se nedan.

Fundamental värderingsrabatt bolag i tidig klinisk utvecklingsfas



Källa: Redeye Research

Att förväntningarna i marknaden är låga bekräftas även vid en relativ värdering vi gjort med noterade svenska forskningsbolag inom onkologi-området, se tabell nedan.

Relativvärdering svenska bolag inom onkologi

(mSEK)	Börs- värde	Netto- kassa	Teknologi- värde	Egna projekt	Antal partners	Utvecklings- status
Bioinvent	310	74	236	2	5	Fas II
Immunicum	365	112	253	1	0	Fas I/II
Kancera	266	35	231	2	0	Preklin
Oasmia	1928	-52	1980	2	2	Fas III
Pledpharma	529	61	468	2	0	Fas II
Spago Nanomedoical	66	26	40	2	0	Preklin
Wnt Research**	425	44	381	2	0	Fas I

Källa: Redeye Research och bolagsrapporter

Bioinvent har en värdering som är i nivå med rena forskningsbolag som exempelvis Kancera, vilket är aningen anmärkningsvärt. Dessutom verkar marknaden inte alls uppskatta de många partneravtal som redan tecknats kring n-CoDeR. Bioinvent är ett av få svenska bolag som faktiskt varit kapabelt att få till avtal med läkemedelsbolag.

Behöver leverera positiva besked för en värdering mer i nivå med sektorn

Att Bioinvent handlas till försiktigare förväntningar än sektorkollegor är inget nytt utan har varit så sedan bolagets drabbades av stora kliniska bakslag under 2012. Som vi skrivit tidigare är bästa receptet för att ändra på detta att överraska positivt och leverera på uppsatta affärsmål och framför allt ett avtal kring BI-505.

Aktien har tappat i år

Trots att huvudägaren blivit tvungen att köpa relativt stora poster över marknaden har aktiekursen legat still, vilket kan förklaras av att det funnits gott om kortsiktigt kapital som kom in i samband med emissionen och som tagit hem snabba vinster. Under de senaste tre månaderna har aktien tappat 1,3 procent, vilket är något bättre än Stockholmsbörsens småbolagsindex som under samma period är ned 2,2 procent. Sedan årsskiftet är Bioinvents aktiekurs ned med 7,6 procent, men för de senaste tolv månaderna upp med 35,6 procent.

Klarat sig något bättre än småbolagsindex senaste 3 månaderna

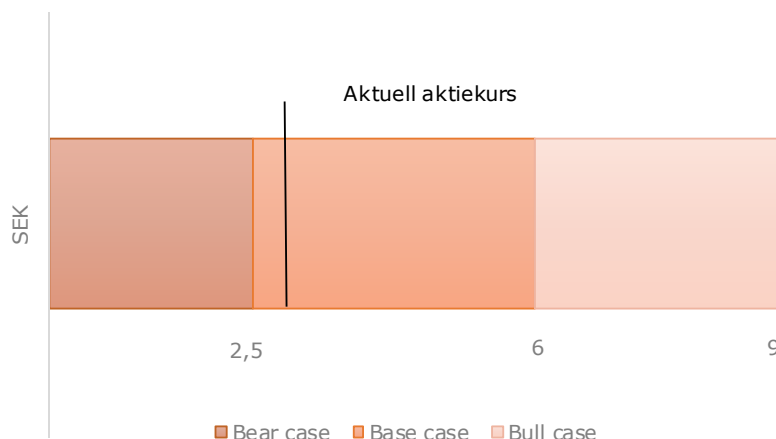
Den genomsnittliga handelsvolymen beräknat över tre månader har, trots genomförd emission, sjunkit till drygt 190.000 aktier per dag från 460.000 aktier per dag i slutet av mars.

Scenarioanalys

Närmaste året är det fokus på avtal för Bioinvent och huruvida bolaget är framgångsrikt i denna process är det som kommer påverka aktien mest signifikant. Störst vikt har ett potentiellt avtal kring BI-505. För att tydliggöra effekterna från kommande kritiska händelser för Bioinvent presenteras två utfallsscenarier och dess inverkan på värderingen, vilket illustreras i ett *Valuation range* nedan.

Stor skillnad på utslaget för värderingen vid olika scenarion

Valuation range - Bioinvent



Källa: Redeye Research

I vårt optimistiska **Bull Case-scenariot** har vi utgått från att bolaget levererar på samtliga sina affärsområden under det närmaste året:

- Avtal kring BI-505 tecknas
- Avtal tecknas för BI-1206
- Har intäkter från verksamheten som täcker driftskostnaderna
- Utser ett nytt internt projekt med potential att nå "Breakthrough Therapy Designation" av den amerikanska läkemedelsmyndigheten (FDA)
- Sannolikheten för att scenariot uppnås sätts till 20 procent

Vårt motiverade värde i Bull Case-scenariot uppgår till **9,0 kronor**.

I vårt **Bear Case-scenariot** har vi istället skissat på ett negativt scenario där inget av tre viktigaste affärsområden uppnås:

- Avtal för BI-505 uteblir, projektets framtid ifrågasätts
- Inget avtal kring BI-1206 före fas I
- Bolaget fortsätter visa negativt resultat i verksamheten
- Vi bedömer sannolikheten för utfallsscenariot till 30 procent

Vårt motiverade värde i Bear Case-scenariot uppgår till **2,5 kronor**.

Bull Case ger ett värde på 9,0 kronor

Bear Case ger ett värde på 2,5 kronor

Vår scenarioanalys tydliggör riskerna som en investering i Bioinvent innebär. Det är därför viktigt att poängtera att en investering i Bioinvent bara lämpar sig för riskvilliga investerare.

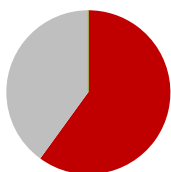
Sammanfattning Redeye Rating

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 ändringar

Ledning 6,0p



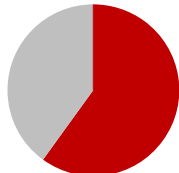
Vd har kort tid bakom rodret, varför prestationen är svår att utvärdera. Bolaget har dock en svag historik från tidigare vd och styrelse att hantera oförutsägbara händelser, vilket är viktigt i en så riskfull verksamhet som Bioinvent agerar inom. I styrelsen hade vi gärna sett fler personer från läkemedelsindustrin.

Ägarskap 5,0p



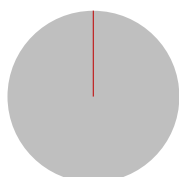
Bolaget har två större huvudägare och bägge finns representerade i styrelsen, vilket vi anser är ett plus. På minus sidan har vi en avsaknad av ett direkt aktieäggande hos flera styrelseledamöter.

Tillväxtutsikter 6,0p



Det finns en stor kommersiell potential i Bioinvents projekt, men i närtid ligger potentialen i dess möjlighet till att teckna avtal kring plattform och egna projekt.

Lönsamhet 0,0p



Som forsknings- och utvecklingsbolag saknas i dagsläget intäkter och bolaget förväntas inte bli lönsamt baserat på löpande intäkter på flera år.

Finansiell styrka 1,0p



Risken i verksamheten är hög som dock delvis kompenseras av ett omfattande antal partnerprogram. Finanserna har stärkts genom nyemission, vilken ger utrymme för att finansiera driften åtminstone för i år och nästa år.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	43	82	72	56	102
Summa rörelsekostnader	-234	-98	-97	-101	-111
EBITDA	-191	-16	-25	-45	-9
Avskrivningar materiella tillg.	0	-3	-2	-2	-2
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-191	-19	-27	-47	-11
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	3	1	1	1	1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-188	-18	-25	-46	-11
Skatt	0	0	0	0	0
Net earnings	-188	-18	-25	-46	-11
Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	100	65	100	59	43
Kundfordringar	10	13	13	9	13
Lager	0	0	0	0	1
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsätt.	110	78	113	68	57
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	7	4	3	3	3
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	0	0	0	0	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	7	4	3	3	3
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	117	81	116	71	60
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	69	32	30	30	30
Summa kort. skuld	69	32	30	30	30
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	69	32	30	30	30
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	48	49	87	41	30
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	48	49	87	41	30
Summa skulder och E. Kap.	117	81	116	71	60
Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	43	82	72	56	102
Sum rörelsekost.	-234	-98	-97	-101	-111
Avskrivningar	0	-3	-2	-2	-2
EBIT	-191	-19	-27	-47	-11
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-191	-19	-27	-47	-11
Avskrivningar	0	3	2	2	2
Bruttokassaflöde	-191	-16	-25	-45	-9
Föränd. i rörelsekap	10	-39	-4	4	-5
Investeringar	6	0	-1	-2	-2
Fritt kassaflöde	-175	-56	-29	-42	-16
Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	41%	60%	75%	58%	50%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-100	-65	-100	-59	-43
Sysselsatt kapital	-52	-16	-13	-18	-13
Kapit. oms. hastighet	0.4	1.0	0.6	0.8	1.7
Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	-66%	90%	-12%	-22%	82%
VPA-tillväxt (just)	132%	-92%	6%	82%	-77%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	9,8 %	NPV FCF (2013-2015)	-71
Betavärde	1,7	NPV FCF (2016-2022)	590
Riskfri ränta	1,8 %	NPV FCF (2023-)	93
Räntepremie	5,0 %	Rörelsefrämjade tillgångar	65
WACC	18,2 %	Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	677
Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	44,6 %	Motiverat värde per aktie, SEK	6,0
EBIT-marginal	44,0 %	Börskurs, SEK	2,9

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	-202%	-37%	-37%	-72%	-30%
ROCE	-202%	-38%	-37%	-72%	-30%
ROIC	532%	37%	169%	355%	61%
EBITDA-marginal	-445%	-20%	-34%	-80%	-9%
EBIT-marginal	-445%	-23%	-37%	-84%	-11%
Netto-marginal	-438%	-22%	-35%	-82%	-10%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-2,54	-0,21	-0,22	-0,41	-0,09
VPA just	-2,54	-0,21	-0,22	-0,41	-0,09
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-1,35	-0,76	-0,89	-0,52	-0,38
Antal aktier	73,90	85,00	112,77	112,77	112,77

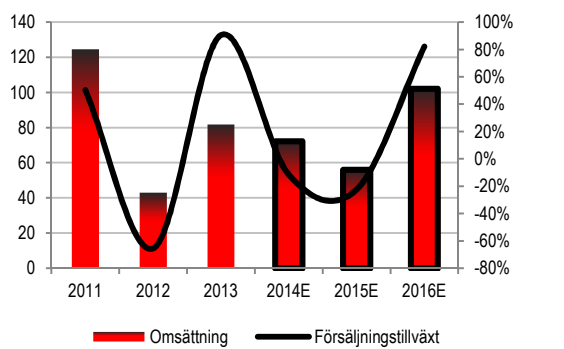
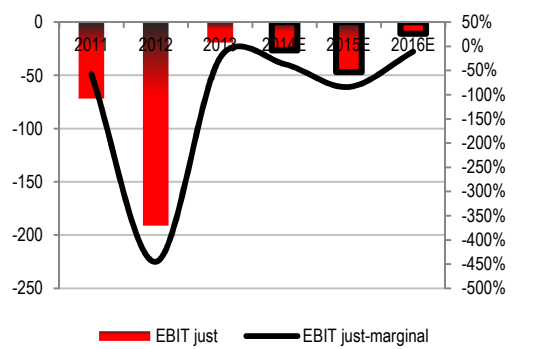
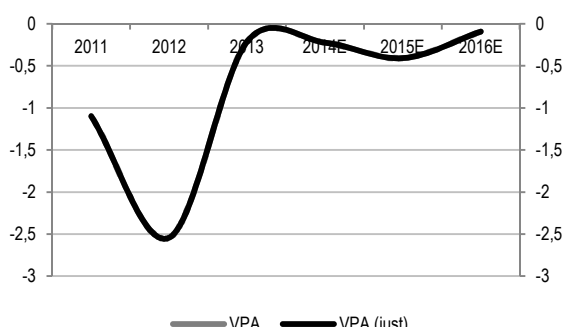
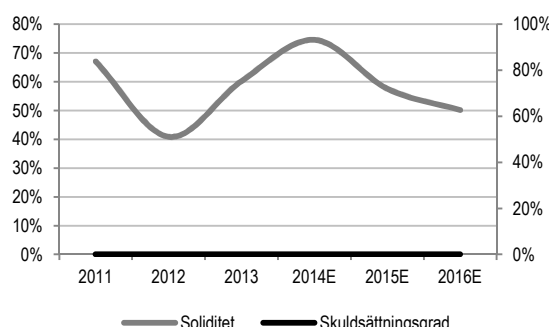
Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	143,9	223,4	229,4	270,5	286,2
P/E	-1,3	-16,0	-13,0	-7,2	-31,4
P/S	5,7	3,5	4,6	5,9	3,2
EV/S	3,4	2,7	3,2	4,8	2,8
EV/EBITDA	-0,8	-13,7	-9,3	-6,1	-31,1
EV/EBIT	-0,8	-11,7	-8,6	-5,8	-26,0
P/BV	5,1	5,9	3,8	8,1	10,9

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-3,6 %	Omsättning	29,7 %
3 mån	-3,6 %	Rörelseresultat, just	-62,72 %
12 mån	25,3 %	V/A, just	-70,3 %
Årets Början	-13,9 %	EK	35,0 %

Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Van Herk Group	16,2 %	16,2 %
Avanza Pension Försäkring AB	7,6 %	7,6 %
B&E Participation AB	7,4 %	7,4 %
Staffan Rasjö	4,0 %	4,0 %
Henrik Rehman	3,9 %	3,9 %
Peter Hoglin	3,6 %	3,6 %
Nordnet Pensionsförsäkring AB	3,6 %	3,6 %
Ridgeback Capital Management	3,2 %	3,2 %
Peter Thelin	1,9 %	1,9 %
Mikael Lönn	1,7 %	1,7 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	Small cap
Kurs, SEK	2,9
Antal aktier, milj	112,8
Börsvärde, MSEK	329,3

Analytiker	Redeye AB
Klas Palin	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
klas.palin@redeye.se	114 35 Stockholm
Björn Olander	
bjorn.olander@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
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Klas Palin äger aktier i bolaget: Ja Björn Olander äger aktier i bolaget: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	BioInvent är ett forskningsbolag som utvecklar innovativa antikroppsbaseade läkemedel inom sjukdomsområden där nuvarande behandlingsmöjligheter är bristfälliga. Bolagets fokus riktas mot cancerområdet med ett projekt i klinisk fas och ett projekt i preklinisk fas.

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 marknadsförhållanden eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
Antal bolag	66	66	66	66	66

*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.