

**Sammanfattning**

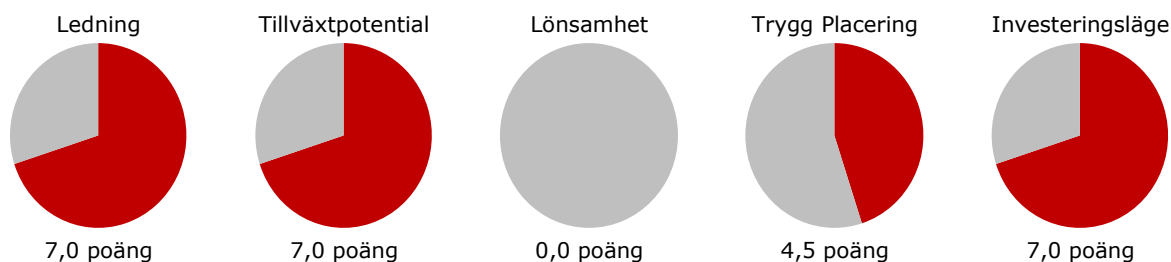
## Exini Diagnostics

### Kommersialiseringsfas påbörjad

- Exini är ett bolag i tidig kommersialiseringsfas som står inför en notering på Aktietorget och nyemission. Bolaget har under de senaste tio åren utvecklat en mjukvara för beslutsstöd till läkare vid diagnostisering av bla olika former av cancer och hjärt- och kärlsjukdomar.
- Marknadspotentialen är stor, ca 7 miljarder kr, på befintliga produkter framförallt i Nordamerika. Mycket återstår dock innan bilden av ett framgångsrikt medicinteknikbolag blir uppenbar.
- En investering i Exini är förknippat med hög risk som inte bör underskattas men uppfylls bolagets egna prognoser är uppsidan mycket stor då deras egna prognoser motiverar ett värde på 5 kr/aktie .

Lista:  
Börsvärde:  
Bransch:  
VD:  
Styrelseordf:

Övriga  
60/71 MSEK  
Medicinteknik  
Jörgen Petersson  
Bo Håkansson

**Redeye Rating (0-10 poäng)**

**Nyckeltal**

	2007	2008	2009e	2010e	2011e	Fakta
Omsättning, MSEK	3	2	7	14	26	Aktiekurs (SEK) 1,6
Tillväxt	-8%	-38%	264%	105%	89%	Antal aktier (milj) 44,1
EBITDA	-7	-7	-5	-2	9	Börsvärde (MSEK) 60/71
EBITDA-marginal	-228%	-384%	-70%	-12%	35%	Nettoskuld (MSEK) 2/-8
EBIT	-7	-7	-5	-3	8	Free float (%) 23,1/34
EBIT-marginal	-230%	-386%	-71%	-20%	30%	Dagl oms. ('000) 0
Resultat före skatt	-1	-7	-5	-3	8	
Nettoreultat	-1	-7	-5	-3	8	
Nettomarginal	-45%	-397%	-71%	-20%	30%	
VPA	-0,05	-0,22	-0,11	-0,06	0,18	Analytiker: Erik Kramming erik.kramming@redeye.se
VPA just	-0,05	-0,22	-0,11	-0,06	0,18	
P/E just	-34,1	-7,2	-15,0	-26,2	9,0	Björn Fahlén bjorn.fahlen@redeye.se
P/S	24,2	38,8	10,7	5,2	2,7	
EV/S	25,1	40,2	11,0	5,4	2,8	
EV/EBITDA just	-11,0	-10,5	-15,7	-45,3	8,2	

**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 betygsskala 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) branschferenhet, 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. Faktorerna oberoende av enstaka händelser och finansiell situation viktas med 1,5x då dessa faktorer anses extra viktig. Faktorerna konjunkturkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

### Investeringsläge

De faktorerna som utgör bedömning av investeringsläge är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers och 5) oupptäckt aktie. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers och oupptäckt aktie viktas med 0.5x.

## Investeringsammanfattning

---

Exini står inför en notering på Aktietorget. Samtidigt genomför bolaget en nyemission där de ska ta in 10 miljoner kronor till en värdering på 60 miljoner kronor exklusive emissionslikviden. Pengarna ska enligt bolaget räcka till dess att bolaget är självfinansierande. Det är enkelt att argumentera för att det är en hög värdering för ett bolag som är i en tidig kommersialiseringsfas och som än så länge inte generar några vinster. Marknadspotentialen är dock stor och bolaget har en unikhet i sina produkter. Skulle bolaget nå sina egna prognoser om en omsättning på 75 miljoner kronor 2012 betingar det ett värde på bolaget runt 5 kronor per aktie enligt våra modeller. Vi är dock skeptiska till att det kommer att gå så fort att nå de volymerna som krävs för en sådan omsättning. Detta innebär dock att bolaget inte behöver växa så pass fort som bolaget förutspår för att motivera teckningskursen. Även det mer försiktiga scenario som vi räknar med (som i stort sett innebär en halvering av bolagets egna tillväxtprognoser) ger ett värde på 2,5 kronor per aktie vilket är en bra bit över teckningskursen på 1,6 kronor per aktie. Det råder dock stor osäkerhet i prognoserna och en investering i Exini är förknippad med hög risk.

Bolaget är i början på en kommersialiseringsfas av sina produkter som utvecklats under de senaste tio åren. Den globala marknaden är mycket stor och uppskattas till cirka sju miljarder kronor på de befintliga produkterna. Med de produkterna som är under utveckling blir potentialen ännu större. Den amerikanska marknaden utgör en stor del av den globala marknaden där Exinis produkter väntas få sitt första godkännande innan året är slut och för övriga produkter under slutet av 2010.

Fördelen med Exinis produkter är att de innehåller ett beslutsstöd till läkarna i form av ett förslag på diagnos som programmet ställer utifrån samma bilder som läkaren ser. Diagnosen räknas fram genom ett artificiellt neuralt nätverk som tränats att känna igen en mängd sjukdomar, exempelvis olika former av cancer och hjärt- och kärlsjukdomar. Detta kan idag inte konkurrenternas produkter göra och de studier som har gjorts visar på en positiv effekt på läkarnas tolkningsvarians. Det är inte omöjligt för konkurrenterna att ta fram liknande lösningar men det är komplicerat och framförallt tar det lång tid.

Det kommer att bli intressant att följa försäljningsutvecklingen den närmaste tiden. Det finns redan nu ett 80-tal testinstallationer ute så vi bör få en god indikation på försäljningspotentialen redan under innevarande år. Affärsmodellen är mycket lockande med både licensintäkter och återkommande uppgraderingsintäkter. Produkterna består enbart av mjukvara vilket gör skalbarheten mycket stor. Försäljningen kommer att ske genom både egna säljare och distributörer och bolaget har redan ett antal aktiva distributörer i både Europa och Mellanöstern.

## SWOT

---

### Styrkor

- Unikheten i Exini ligger framförallt i att deras produkter även ger läkarna beslutsstöd vilket de är ensamma om att kunna erbjuda
- Produkterna har i studier visat att de bidrar med både ökad effektivitet och ökad patientsäkerhet i form av bättre diagnoser, vilket också innebär stora ekonomiska besparingar

### Svagheter

- Försäljningen är fortfarande i sin linda och kunderna kan till en början ha svårt att förlita sig på Exinis produkter
- Produkterna är ännu inte godkända på den viktiga amerikanska marknaden som står för 65 procent av den totala marknaden
- Bolagets organisation behöver förstärkas med fler säljare något som kommer bli möjligt med kapitalet från nyemissionen
- Bolagets teknik är enbart patenterad i Sverige. Två internationella patent är inlämnade men patent på algoritmer är svårt och de stora barriärerna består av komplexiteten och tiden som behövs för att ta fram produkterna.

### Möjligheter

- Bolagets största möjligheter på kort sikt ligger i att öka försäljningen via framförallt distributörer i Europa och Mellanöstern. Även i USA finns en möjlighet att träffa ett större avtal med kameratillverkare.
- På lite längre sikt finns den största potentialen på den amerikanska marknaden som bedöms vara värd 4,5 miljarder kronor

### Hot

- Exini är idag ett litet bolag som är beroende av nytt kapital för att verksamheten ska kunna fortsätta. Risken finns att bolaget inte lyckas skaffa tillräckligt med kapital för att kunna realisera sina planer vilket skulle få stor påverkan på värderingen av bolaget
- Bolagets teknik ska enbart användas som ett stöd för läkarna men trots det skulle det vara tänkbart att bolagets rykte skulle kunna påverkas vid feldiagnostisering
- Ett avslag på marknadsansökningen i USA av FDA är inte trolig, men skulle få stor negativ inverkan på försäljningsutvecklingen.

## Stor skalbarhet i affärsmodellen

*Exini är ett resultat av forskning som bedrivits vid Lunds universitet*

### **Bolagsprofil**

Exini startades 1999 och är ett resultat av forskning som bedrivits vid Lunds universitet. Lars Edenbrandt som är professor i nukleär medicin (avbildande undersökningar ofta med hjälp av radioaktivt spårämne och gammakamera) vid Sahlgrenska universitetssjukhuset är grundare och fortfarande aktiv i bolaget. Exinis produkter är framtagna för att verka som beslutsstöd inom medicinsk bildanalys. Produkterna består av mjukvara som installeras direkt i kamerautrustning eller i det PACS (Picture Archiving and Communication System) system som läkarna använder sig av för att titta på, spara och skicka bilder. Produkterna använder sig bland annat av artificiella neurala nätverk, en kedja av algoritmer som är tränade att identifiera bland annat kranskärlssjukdomar, cancer, demens, Parkinsons sjukdom och blodproppssjukdomar. Tanken är att beslutsstödet ska understödja läkarna i att fatta korrekta beslut och ge en så kallad ”second opinion”. Exini har idag 10 anställda.

*Affärsmodellen är lockande med både licens- och uppgraderingsintäkter*

### **Affärsmodell**

Exinis intäkter kommer från både licens och uppgraderingsintäkter. Mjukvarulicenserna varierar i pris mellan 70.000 – 105.000 kronor per licens. Priset är i det högre intervallet om mjukvaran innehåller beslutsstöd och i den lägre intervallet om programmet enbart säljs med bildanalys och kvantifiering. Till detta tillkommer det även en årlig uppgraderingsintäkt från kunderna som uppgår till cirka 17 procent. Kunderna är inte tvungna att skaffa uppgraderingspaketet, men vi räknar med att de flesta kommer att göra det eftersom att mjukvaran enligt Exini kommer att uppdateras 3-4 gånger per år. När försäljningen sker via distributörer delas intäkterna lika. Licenserna säljs också enligt en klassisk mjukvarulicensmodell där kunderna betalar fullt pris för de två första licenserna varefter resterande licenser sjunker ganska snabbt i pris. Exini jobbar med egna säljare och distributörer. Den viktigaste distributören idag är Al-Haya Medical Company som är distributör i Mellanöstern.

Affärsmodellen är mycket lockande i Exini. Bruttomarginalen är inte känd men bör ligga nära 100 procent då det rör sig om mjukvara. Det som krävs för att bolaget ska bli lönsamt är att volymerna når den kritiska volymen som krävs för lönsamhet. I och med att skalbarheten i bolaget är så pass stor finns det stor potential för god vinststillväxt. Särskilt med tanke att en stor del av den framtida försäljningen ska ske genom distributörer.

## Produkter

---

*Exini har idag tre produkter på marknaden inom olika områden men som grundar sig på samma teknik*

### Befintliga

Exini har idag tre produkter som är färdigutvecklade och godkända i Europa, Mellanöstern och Kanada. Dessa är Exini Heart, Exini Brain, och Exini Bone. Produkterna är idag de enda CAD X produkterna på marknaden, vilket innebär att de förutom bildanalys och kvantifiering även har beslutsstöd och rapportering inbyggda i sitt program. Den stora skillnaden mot konkurrenterna ligger i beslutsstödet som är baserat på en teknik med artificiella neurala nätverk som enklast kan beskrivas som en kedja av algoritmer. Dessa algoritmer är tränade på en stor databas med röntgenbilder för att identifiera de olika sjukdomarna. Denna databas består av bilder som är väldigt noga kontrollerade vilket gör att systemet lär upp sig från vad som kan liknas vid ett facit. Studier har visat att programmen ökar sensitiviteten (fler sjuka personer hittas) medan specificiteten (friska personer som diagnostiseras som sjuka) är oförändrad, vilket är positivt då den redan innan var hög. Det är dock viktigt att poängtera att det inte är programmet som ställer diagnosen utan det är läkaren som gör det och programmet ger bara förslag på diagnos.

*Exini Heart är produkten med störst marknadspotential*

### Exini Heart

Exini Heart är produkten med störst marknadspotential. Exini räknar med att hundra procent av de Gammakameror som finns används till hjärtundersökningar. Exini Heart analyserar både blodflöde och funktion från både 2D och 3D bilder. Patientens hjärta röntgas både vid vila och under fysisk aktivitet för att se hur hjärtat mår vid ansträngning. Styrkan i produkten ligger i att studier har visat att läkare som använder sig av mjukvaran ger likvärdiga eller bättre diagnoser. Studier har även visat att variationen i diagnoser minskar då programmet tolkar likadant. En studie som gjorts i Belgien visade att en läkare och programmet ställde lika bra diagnoser som om det var två läkare som studerade bilderna. Sjukhusen har idag inte de resurserna att de kan låta två läkare studera bilderna vilket gör att vi bedömer att den här typen av mjukvara borde vara mycket intressant för sjukhusen ur kostnadssynpunkt.

*Exini Brain kommer förmodligen bli den produkt som når den amerikanska marknaden först*

### Exini Brain

Exini Brain används framförallt vid diagnostisering av demenssjukdomar som Alzheimers. I och med att medelåldern i västvärldens befolkningar ökar, så ökar också antalet demenssjukdomar som är kraftigt korrelerat med ålder. Exini Brain ger liksom konkurrenterna enbart en bildanalys och kvantifiering och ställer alltså ingen diagnos. Vi tror att detta kan göra produkten mer svårsåld, då det finns flera konkurrenter som gör samma sak. Sjukhusen har inte heller någon direkt anledning att byta till Exini Brain om de redan har en liknande programvara. Det är också därför Exini Brain prissatts lägre (70.000 kronor per licens) än de övriga programmen.

*Exini Bone är extra intressant eftersom att det än så länge inte finns några konkurrerande produkter*

*Exini har flera produkter som de räknar med kommer nå marknaden inom de närmaste åren*

### Exini Bone

Exini Bone används för att ställa skelettcancer diagnos. Framförallt är programvaran utvecklad för att identifiera metastaser. Metastaser är cancertumörer som har spritt sig till andra organ än där den ursprungliga tumören bildats. Metastaserna går att se i skelettet i form av förändringar i benstrukturen men kan vara svåra att identifiera för läkarna. En annan intressant aspekt med den här produkten är att det än så länge inte finns några konkurrenter till den.

### Under utveckling

Exini håller även på att utveckla mjukvara för att kunna genomföra samma typ av diagnosstöd för PET/CT bilder. En PET-CT kamera är en sammanslagning av två tekniker. PET är liksom Gammakameror en nukleär teknologi och CT tekniken innebär vanliga 2-D bilder som tas i följd och sätts ihop och bildar en 3-D bild. Fördelen med den här teknologin är att det går att sätta ihop bilderna från två olika tekniker till en bild och då få ett mer övergripande resultat. Nackdelen är att dessa kameror är betydligt dyrare, men fördelarna är uppenbara och allt fler sjukhus väljer att införskaffa dessa kameror. Sammanfattningsvis kan det beskrivas som att PET tekniken är bättre på att se metaboliska eller biokemiska problem i kroppen medan CT ger en bättre bild av anatomin. På sikt kommer det att vara viktigt för Exini att deras mjukvara även fungerar på PET/CT kameror.

Produktöversikt				
Produkter	Europa, Kanada och Australien	Förväntat godkännande	USA	Förväntat godkännande
Exini Heart	CAD X	Godkänd	CAD X	PMA Q4 2010
Exini Brain	Quantification	Godkänd	Quantification	510k Q3 2009
Exini Bone	CAD X	Godkänd	CAD X	PMA Q4 2010
Exini Brain PET/CT	CAD X	CE godkänd Q2 2010	CAD X	PMA Q1 2012
Exini Lung PET/CT	CAD X	CE godkänd Q3 2010	CAD X	PMA Q1 2012

Källa: Redeye Research, Exini

*Det unika i Exinis produkter är att de ger förslag på en diagnos utifrån de bilder som matas in i mjukvaran*

Skillnaden mellan CAD X och Quantification är att den förstnämnda innehåller diagnosverktyget vilket inte ingår i Quantification.

Quantification är enbart en mjukvara som förenklar för läkarna att se bilderna. Inom detta område har Exini ingen uppenbar fördel mot de konkurrerande produkterna som finns på marknaden. Detta är också anledningen till varför bolaget tror sig kunna få ett 510k godkännande ganska snabbt i USA. Skillnaden mellan ett 510k godkännande och ett PMA godkännande är att ett PMA godkännande kräver en vetenskaplig studie för att produkten ska bli godkänd. Ett 510k godkännande däremot kan erhållas om likvärdiga produkter redan existerar på den amerikanska marknaden. Exini har valt att ansöka om ett 510k för Exini Brain för att de ser att det finns en möjlighet att teckna ett distributionsavtal med Phillips på den amerikanska marknaden, som än så länge inte har någon produkt inom detta område, om de agerar snabbt. Exini väljer alltså snabbhet på bekostnad av att de inte får hela produkten godkänd. Att produkterna blir godkända på den amerikanska marknaden är mycket viktigt för att bolagets egna prognoser ska kunna uppfyllas då den amerikanska marknaden, som

går att läsa om längre ned, utgör en mycket stor del av Exinis potentiella  
marknad.



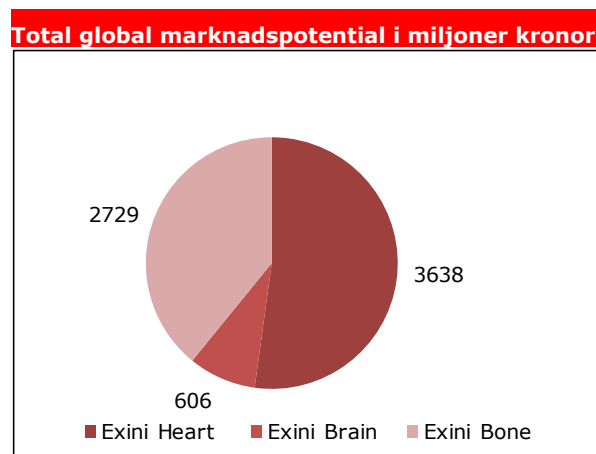
## Marknad och konkurrens

*Beräkningarna på marknadsstorleken utgår ifrån hur många kameror som finns*

Exini har valt att uppskatta den totala marknaden efter hur många kameror det finns på varje marknad och har sedan räknat med att det till varje kamera finns 1,5 arbetsstationer som behöver mjukvarulicens. Vi bedömer detta som ett rimligt och försiktigt antagande då vi har sett att visa av konkurrenterna räknar med fler arbetsstationer per kamera. Det är alltid svårt att mäta marknadspotentialer men det som är klart är att marknadspotentialen är stor.

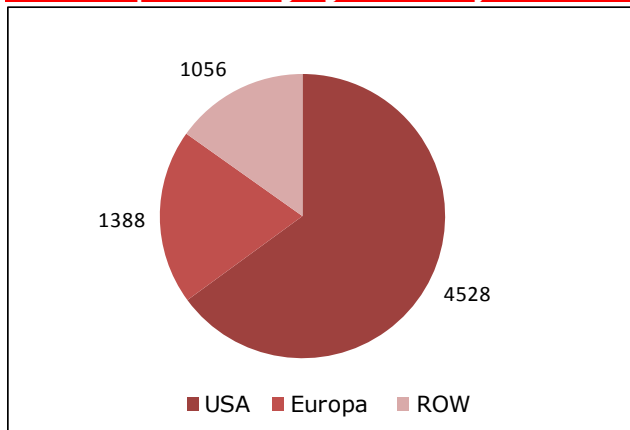
*Exini Heart besitter den största marknadspotentialen*

Den största totala marknadspotentialen finns i Exini Heart med ett uppskattat marknadsvärde på cirka 3,6 miljarder kronor. Uppskattningen bygger på Exinis egna siffror som presenterats i memorandumet inför nyemissionen. Exini Brain är den minsta delen med en marknadspotential på 0,6 miljarder kronor medan Exini Bone uppskattas till 2,7 miljarder. Det intressanta med marknaden för Bone är att det än så länge inte finns några konkurrerande produkter där.



Källa: Exini, Redeye Research

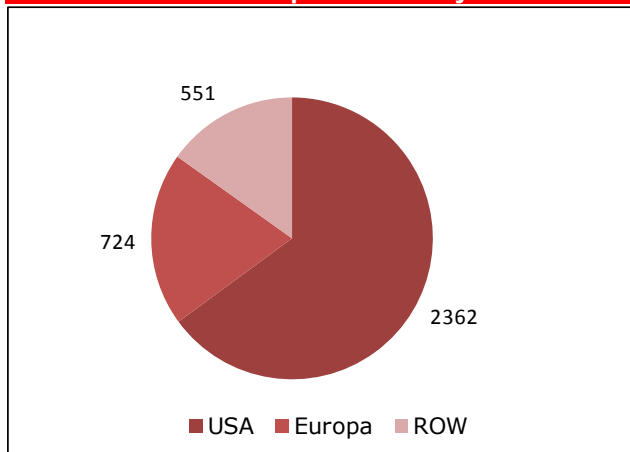
Diagrammet nedan visar även på hur stor andel av den totala marknaden som utgörs av den amerikanska marknaden. Den amerikanska marknaden står för 65 procent av marknadspotentialen, Europa för 20 procent och övriga marknader för 15 procent. Detta diagram visar på hur pass viktigt det är att Exinis produkter blir godkända och tas emot väl på den amerikanska marknaden.

**Marknadspotentialen geografiskt i miljoner kronor**


Källa: Exini, Redeye Research

*Exini Heart är också den produkt som väntas bli godkänd först på den amerikanska marknaden*

Diagrammet nedan visar hur stor potentialen bedöms vara för Exini Heart på de olika marknaderna och även här dominerar den amerikanska marknaden. Exini Heart är den produkten som väntas nå den amerikanska marknaden först. Det som talar emot produkten är att den inte är unik i jämförelse med konkurrenterna vilket skulle kunna göra den mer svårsåld. Emellertid så finns det intressanta distributörer som kan vara intresserad av produkten.

**Exini Hearts marknadspotential i miljoner kronor**


Källa: Exini, Redeye Research

## Konkurrenter

Det är svårt att göra jämförelser mellan Exini och sina konkurrenter. De konkurrerande produkter som finns ingår ofta i bolag med stor produktportfölj som gör det svårt att jämföra bolagen. Skillnaden med Exinis mjukvara CAD X är att produkterna även ställer diagnoser, vilket inte konkurrenternas mjukvara gör. Detta klarar mjukvaran eftersom den

delvis består av ett artificiellt neuralt nätverk som är upplärt att identifiera de olika sjukdomarna genom att ha utvecklats mot stora databaser med patientinformation.

De konkurrenter som Exini anser är deras huvudsakliga konkurrenter inom Heart området är QPS/QGS utvecklad av Cedars Sinai Medical, 4-D MSPECT utvecklad vid University of Michigan och Emory Cardiac utvecklad vid Emory University. Inom Brain är konkurrenterna NeuroGam utvecklade av Segami, NeuroQ som är utvecklad vid Emory University och BRASS som är utvecklad i Stockholm av Hermes Medical Solutions.

*Det finns egentligen inget som hindrar konkurrenterna ifrån att utveckla liknande beslutsstöd men det är både komplicerat och tidskrävande*

Egentligen är det inget som hindrar konkurrenterna från att utveckla egna lösningar för att kunna ställa diagnoser och det är troligt att även konkurrenterna kommer att satsa på det. Det är dock tidskrävande och ett förhållandevis komplicerat arbete att träna det neurala nätverket och detta är den största barriären vi kan se mot dagens konkurrenter och nya aktörer.

Hermes Medical Solutions är en svensk konkurrent inriktade på mjuk- och hårdvara för bildbehandling men med en något bredare produktportfölj än Exini. Bolaget grundades 1976 och omsatte 33 miljoner kronor 2008 med ett positivt resultat om 5,2 miljoner kronor efter skatt. Bolaget har de senaste fem åren haft en genomsnittlig försäljningstillväxt på fem procent och en genomsnittlig vinstmarginal före skatt på 21 procent. Bolaget har trots lång historik inte lyckats växa sig särskilt stora. De uppvisar dock en god intjäningsförmåga.

Konsensus estimat för konkurrenter										
Företag	Valuta	Sales			EBITDA			EBITDA marginal		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
<b>USA</b>										
TCAD INC	USD	32	39	na	na	na	na	na	na	
SONOSITE INC	USD	230	251	na	28	34	na	12%	14%	na
VITAL IMAGES INC	USD	60	65	77	3	4	9	6%	6%	12%
VOLCANO CORP	USD	220	268	336	-5	17	37	-2%	6%	11%
NIGHTHAWK RADIOLOGY HOLDING	USD	160	167	174	36	38	43	22%	23%	25%
MERGE HEALTHCARE INC	USD	na	na	na	na	na	na	na	na	na
IDEXX LABORATORIES INC	USD	994	1085	1295	214	230	na	22%	21%	na
<b>Europe</b>										
SECTRA AB-B SHS	SEK	1033	1173	1205	126	208	240	12%	18%	20%
MEDICSIGHT PLC	GBP	9	na	na	-4	na	na	-42%	na	na
RAYSEARCH LABORATORIES AB	SEK	93	130	157	61	88	110	65%	68%	70%

Källa: Bloomberg, Redeye Research

I tabellen ovan visas försäljning och vinsterna för ett antal av bolagen inom Exinis sektor. Ett av de mer intressanta bolagen i tabellen att jämföra med är Medicsight. Medicsight är ett brittiskt bolag som har tagit fram en CAD mjukvara för CT kameror. Bolaget är liksom Exini i en tidig kommersialiseringsfas och har två produkter, ColonCad och LungCad. Bolaget värderas i dagsläget till drygt 20 miljoner pund vilket är betydligt lägre än introduktionsvärderingen 2007 på 170 miljoner pund. Bolaget har tillstånd i USA, Kanada, Europa och Japan. Bolaget har dessutom ett antal starka distributörer, exempelvis Toshiba.

*Bolagets produkter är något dyrare än konkurrenternas men innehåller också fler funktioner*

## **Positionering**

Exinis mjukvara används idag på ungefär hälften av de svenska sjukhusen som genomför nukleär medicinska undersökningar och ett antal sjukhus i Finland, Danmark och Japan. Dessutom har bolaget ett 80-tal testinstallationer ute på olika sjukhus i Europa och Mellanöstern. Prismässigt är Exinis produkter något dyrare än konkurrenternas, men innehåller också funktioner som konkurrenternas produkter inte har. Vi tror inte att prisskillnaderna på ett antal tiotusental kronor har någon större betydelse när sjukhusen gör sina upphandlingar utan vi räknar med att de väljer den produkt som är kostnadseffektivast. Exini har redan idag ett antal distributörer på plats. Exini har även ett antal partners som exempelvis svenska Sectra som erbjuder Exinis mjukvara. I Mellanöstern har Exini ett avtal med Al-Haya Medical Company (AMCO) och distributörer finns även i Danmark, Schweiz och Österrike. Exini påbörjade sin försäljning vid årsskiftet och har under de första fyra månaderna sålt för 1,2 miljoner kronor. Vi bedömer att det är en bra start och det distributörsavtal som tecknats i med Al-Haya Medical Company har också validerats genom att man bland annat har fått beställningar från ett bra referens sjukhus i Kuwait. Att fler distributörer knyts till Exini är en av de viktigaste framstegen för att bolaget ska nå sina tillväxtmål tycker vi.

*De underliggande marknadsdrivkrafterna är uppenbara*

## **Marknadsdrivkrafter**

Marknadsdrivkrafterna i Exini är tydliga. Att befolkningen i västvärlden blir allt äldre leder till att olika former av röntgenundersökningar kommer att öka framöver. Röntgenapparaterna blir också allt mer avancerade och ger både fler och tydligare bilder, vilket gör att det blir allt mer information som behöver tolkas av läkare. Läkare som tolkar det ökande antalet röntgenbilder är också en bristvara och spås vara det under lång tid framöver. Produkter som både ökar patientsäkerheten och leder till besparingar, som Exinis produkter har visat i studier, kommer att vara efterfrågade framöver.

Programmen har visat sig ge mindre variation i diagnoserna när det gäller att diagnostisera sjuka patienter och när det gäller att identifiera friska patienter. Sjukvården jobbar hårt för att effektivisera sin organisation och att friska patienter inte diagnostiseras som sjuka och behöver genomföra ytterligare tester leder till besparingar både för sjukhusen, men självklart också för patienten.

## Finansiella prognoser

*Prognoserna innehåller en stor mängd osäkerhet*

Att prognostisera framtiden för ett bolag som Exini med mycket kort historik och en i dagsläget väldigt låg försäljning är både mycket svårt och medför stor osäkerhet. Bolaget har själva prognostiserat sin framtida utveckling i memorandumet och vi har valt att värdera vad bolaget skulle vara värt om deras prognoser uppfylls. Vi har dessutom valt att göra en värdering på ett scenario som innebär ett försiktigare antagande om utveckling, som dock ändå får ses som ett positivt utfall för bolaget. Det som oftast underskattas i utvecklingsbolag som går från utvecklingsfas till kommersialiseringsfas är tidsaspekten. Även om Exini har en intressant produkt med god potential räknar vi med att det kommer ta något längre tid innan bolaget når en försäljning på 75 miljoner kronor än vad bolaget själva gör.

*Vi räknar med att Exini kommer att göra en liten förlust nästa år och vara lönsamma 2011*

Vi räknar i vårt mer defensiva scenario med att Exini kommer att ha en stark tillväxt de närmaste åren med start i år, se tabell nedan. Vi räknar med att bolaget kommer att börja generera vinst 2011. Det som är lockande med bolaget är affärsmodellen som har stor skalbarhet. Om volymerna ökar bedömer vi att lönsamheten kommer att bli mycket god. Det som gör att lönsamheten blir så pass hög är att bruttomarginalen ligger nära 100 procent. Exini redovisar inte sin bruttomarginal men normalt är att bruttomarginalen för den här typen av mjukvarubolag ligger mellan 90-96 procent.

Det som skiljer våra prognoser från Exinis är framförallt att vi räknar med en försiktigare utveckling på den amerikanska marknaden. Under 2010 räknar vi endast med att bolaget kommer att sälja ett fåtal licenser och tror att försäljningen först kommer att ta fart under 2011. För att Exinis prognoser ska uppfyllas krävs också att alla de produkter som idag är under utveckling blir klara och godkända enligt den tidsplan som finns idag. Vi har valt att vara lite försiktigare och räknar med vissa förseningar och en något försiktigare tillväxttakt. De två scenarierna går att se i tabellerna nedan.

Prognoser										
SEKm	2006	2007	2008	Q1'09	Q2'09e	Q3'09e	Q4'09e	2009e	2010e	2011E
Försäljning	1	1	0	1	2	2	2	7	14	26
EBIT	-2	-7	-7	-2	-1	-1	-1	-5	-3	8
PTP	-2	-1	-7	-2	-1	-1	-1	-5	-3	8
VPA, SEK	-0,13	-0,05	-0,22	-0,04	-0,03	-0,02	-0,02	-0,11	-0,06	0,18
Försäljningstillväxt	na	-12%	-36%	na	na	na	na	1430%	105%	89%
EBIT marginal	-231,2%	-992,5%	-1621,2%	-114,5%	-80,0%	-53,8%	-34,4%	-70,9%	-19,8%	30,4%
VPA tillväxt (YoY)	na	64%	-373%	na	na	na	na	52%	43%	390%

Källa: Redeye research

Prognoser baserade på Exinis eget scenario										
SEKm	2006	2007	2008	Q1'09	Q2'09e	Q3'09e	Q4'09e	2009e	2010e	2011E
Försäljning	1	1	0	1	2	2	2	7	16	39
EBIT	-2	-7	-7	-2	-1	-1	-1	-5	-1	23
PTP	-2	-1	-7	-2	-1	-1	-1	-5	-1	23
VPA, SEK	-0,13	-0,05	-0,22	-0,04	-0,03	-0,02	-0,02	-0,11	-0,01	0,52
Försäljningstillväxt	na	-12%	-36%	na	na	na	na	1430%	136%	151%
EBIT marginal	-231,2%	-992,5%	-1621,2%	-114,5%	-80,0%	-53,8%	-34,4%	-70,9%	-4,1%	58,3%
VPA tillväxt (YoY)	na	64%	-373%	na	na	na	na	52%	86%	3636%

Källa: Redeye research

## Värdering

Vi har värderat både Exinis egna prognoser och vårt mera defensiva scenario

Vår värdering på Exini är baserat på de båda utvecklingsscenarierna. I och med att osäkerheten är så pass stor har vi även konstruerat känslighetsanalyser för de två scenarierna för att visa på hur känsligt det värde är givet förändringar på parametrar som har stor inverkan. Vi tittar även på hur bolag inom Exinis sektor värderas både i Europa och USA.

### DCF

Vårt mer defensiva scenario indikerar ett värde på 2,5 kronor per aktie

I det mer defensiva scenariot får vi ett motiverat värde på 2,5 kronor per aktie givet förutsättningarna. Vi räknar med en WACC på 18 procent. Att vi väljer ett så pass högt avkastningskrav beror bl.a. på att bolagets försäljning än så länge är mycket låg, historiken är kort och försäljningstillväxten är mycket osäker och svårprognostiserad. Vårt avkastningskrav bygger på ett beta på 1,5, en riskpremie på 10 procent och en riskfria ränta på 3,4 procent. Känslighetsanalysen visar på hur värdet varierar om parametrarna ändras för åren 2011-2021.

### Redeye scenario

DCF värdering					
Kassaflöde	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Försäljning	1	0	7	14	26
EBIT	-7	-7	-5	-3	8
Justerad Skatt	0	0	0	0	0
Nya investeringar, förändringar i rörelsekapital	-2	0	-3	1	2
<b>FCF</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>10</b>
<b>Discounted FCF</b>			<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>

Källa: Redeye Research

DCF värde per aktie			Antaganden	
	Per aktie	Total		
Tillgångar	0,0	0,0	WACC	18%
Räntebärande skulder	0,1	2,4	Genomsnittlig tillväxt 2011-2021	16%
DCF 2008-2011	0,0	-2,1	<u>Genomsnittlig EBIT marginal 2011-2021</u>	<u>59%</u>
DCF 2012-2021	1,9	83,5		
DCF 2022	0,7	29,3		
NOPLAT 2022:		42,2		
Value 2022 - (EOY):		44,7		
<b>Total</b>	<b>2,5</b>	<b>108,3</b>		

Källa: Redeye Research

Tabell: Känslighetsanalys				Tabell: Känslighetsanalys					
Värde per aktie				Värde per aktie					
	WACC				WACC				
	16%	18%	20%		16%	18%	20%		
<b>Avg EBIT margin</b>	50%	2,6	2,1	1,8	<b>Avg revenue growth</b>	10%	2,0	1,7	1,4
	60%	3,1	2,5	2,2		15%	3,1	2,5	2,2
	70%	3,6	3,0	2,5		20%	4,1	3,4	2,9

Källa: Redeye Research

Källa: Redeye Research

### Exinis eget scenario

Exinis scenario motiverar ett värde på 5 kronor per aktie

En värdering baserad på det scenario Exini ser framför sig i sitt memorandum ger en betydligt högre värdering av Exini. Givet detta utvecklingsscenario och ett avkastningskrav på 18 procent får vi en värdering på Exini på 5,1 kronor per aktie. Känslighetsanalysen visar på hur värdet varierar om parametrarna ändras för åren 2011-2021.

**DCF värdering baserade på Exinis eget scenario**

Kassaflöde	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Försäljning	1	0	7	16	39
EBIT	-7	-7	-5	-1	23
Justerad Skatt	0	0	0	0	0
Nya investeringar, förändringar i rörelsekapital	-2	0	-3	1	4
<b>FCF</b>	-9	-7	-8	0	27
<b>Discounted FCF</b>			-7	0	17

Källa: Redeye Research

**DCF värde per aktie**

	Per aktie	Total
Tillgångar	0,0	0,0
Räntebärande skulder	0,1	2,4
DCF 2008-2011	0,2	10,8
DCF 2012-2021	3,7	162,7
DCF 2022-	1,2	53,9
NOPLAT 2022:		80,7
Value 2022 - (EOY):		82,8
<b>Total</b>	<b>5,1</b>	<b>225,1</b>

Källa: Redeye Research

**Antaganden**

WACC	18%
Genomsnittlig tillväxt 2011-2021	19%
Genomsnittlig EBIT marginal 2011-2021	60%

Källa: Redeye Research

**Tabell: Känslighetsanalys**

Värde per aktie	WACC			
	16%	18%	20%	
Avg EBIT margin	50%	5,3	4,3	3,7
	60%	6,1	5,1	4,4
	70%	7,3	5,9	5,1

Källa: Redeye Research

**Tabell: Känslighetsanalys**

Värde per aktie	WACC			
	16%	18%	20%	
Avg revenue growth	10%	3,6	3,0	2,6
	20%	6,1	5,1	4,4
	30%	11,8	9,4	7,9

Källa: Redeye Research

## Peers

En sammanställning av bolag inom sektorn visar på att de värderas relativt högt generellt

Det är svårt att hitta bra jämförelseobjekt till Exini. Bolaget är betydligt mindre än de flesta bolagen i denna sammanställning. En annan skillnad är att Exini bara har en typ av produkter medan många av jämförelseobjekten har flera verksamhetsområden. Något som gör en jämförelse mer komplicerad är att Exini inte visar vinst. Det tabellen ändå visar är att den här typen av bolag värderas relativt högt när de har nått en mer mogen fas och visar vinst.

**Värdering**

Företag/Land	P/E			EV/EBITDA			EV/S		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
<b>USA</b>									
ICAD INC	83,3	9,3	na	na	na	na	1,4	1,1	na
SONOSITE INC	50,0	32,2	na	6,5	5,2	na	0,8	0,7	na
VITAL IMAGES INC	63,7	46,2	na	10,9	8,9	4,1	0,6	0,6	0,5
VOLCANO CORP	-61,8	66,9	37,1	-99,1	31,3	14,0	2,4	1,9	1,5
NIGHTHAWK RADIOLOGY HOLDIN	6,7	5,9	5,2	4,3	4,1	3,6	1,0	0,9	0,9
MERGE HEALTHCARE INC	na	na	na	na	na	na	na	na	na
IDEXX LABORATORIES INC	24,2	21,3	17,4	12,9	12,0	na	2,8	2,5	2,1
<b>Europa</b>									
SECTRA AB-B SHS	20,4	12,9	10,7	9,8	5,9	5,2	1,2	1,1	1,0
MEDICSIGHT PLC	-571,4	na	na	-0,1	na	na	0,0	na	na
RAYSEARCH LABORATORIES AB	24,0	15,6	12,4	13,2	9,1	7,3	8,7	6,2	5,1
<b>Medel</b>	<b>-40,1</b>	<b>26,3</b>	<b>16,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>10,9</b>	<b>6,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Median</b>	<b>24,0</b>	<b>18,5</b>	<b>12,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>5,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>

Källa: Bloomberg, Redeye Research

## Risker

Riskerna är många och ska absolut inte underskattas

Riskerna i ett litet bolag som Exini är många. Bolaget har haft verksamhet i cirka 10 år, men försäljningshistoriken är kort och bolaget är fortfarande ett par år ifrån att vara självfinansierande. Förutom detta finns det en rad risker som avsevärt kan förändra förutsättningarna för bolagets möjligheter



och värde. De risker som Redeye anser är extra viktiga att vara medveten om är:

*Än finns inga tillstånd på den viktiga amerikanska marknaden*

*Bolagets försäljning är en så länge mycket liten och det krävs en ganska kraftig tillväxt för att motivera värdet*

*Om försäljningen inte går enligt plan kan det bli nödvändigt med fler kapitaltillskott*

- Bolaget har än så länge inte fått sina produkter godkända på den amerikanska marknaden som utgör den övervägande delen av den totala marknadspotentialen. En försening eller ett negativt utslag skulle kunna få stor påverkan på våra prognoser.
- Bolagets egna prognoser speglar en mycket stark försäljningsutveckling. Redeye anser dock att risken är ganska stor att bolaget inte kommer att kunna uppfylla sina prognoser. Skulle dessa uppfyllas betingar det ett betydligt högre värde på Exini än den värdering som gäller vid emissionen.
- Även om Exinis produkter bara ska användas som beslutsstöd skulle en patient kunna feldiagnostiseras med hjälp av Exinis produkt vilket skulle kunna få stora konsekvenser för förtroendet för produkterna.
- Exini är beroende av externt kapital för sin finansiering och kan även framöver vara i behov av nytt kapital vilket gör att det kan bli aktuellt med fler nyemissioner. Nytt kapital kan behövas om företaget vill göra förvärv, växa snabbare eller om försäljningstillväxten blir lägre än bolaget har räknat med.
- Bolagets försäljning idag kommer framförallt från ett antal distributörer och skulle någon av dessa upphöra med distributionen av någon anledning så skulle det kunna få stor påverkan på försäljningen.
- Bolaget har inget internationellt patent på sin teknik, vilket gör det enklare för konkurrenter att utveckla liknande lösningar även om det är både komplicerat och tidskrävande.
- Förutom dessa risker finns en mängd övriga risker som exempelvis om nyckelpersoner försvinner, patent inte blir godkända, konkurrenter med större finansiella muskler storsatsar mm.

## Appendix A: Ledning och styrelse

Det är svårt att bedöma ledningen eftersom att historiken än så länge är kort. Erfarenheterna hos ledningen är dock goda med en bra mix av olika sorters erfarenheter.

*Vd Jörgen Petersson har lång erfarenhet av branschen och global försäljning*

### **Jörgen Petersson, Vd**

Ledningen består av vd Jörgen Petersson som varit anställd i bolaget sedan våren 2007. Jörgen Petersson äger drygt 2 miljoner aktier i bolaget. Jörgen Petersson har bland annat haft ledande befattningar SKF och Abbott Laboratories. Närmast kommer Jörgen Petersson från rollen som Vice President för Hospira som är ett avknoppat bolag från Abbott. Vi bedömer att Jörgen Petersson mer än väl har den erfarenheten som krävs för att bygga upp en internationell försäljningsverksamhet.

*Lars Edenbrandt är grundare och är med i både styrelsen och ledningen*

### **Lars Edenbrandt, Forskningschef**

Förutom Jörgen Petersson finns även Lars Edenbrandt med i både ledningen till 75 procent av sin tid och som styrelseledamot. Lars Edenbrandt är grundare av bolaget, men är också verksam som professor och överläkare vid Sahlgrenska Universitetssjukhuset och överläkare vid universitetssjukhuset i Malmö. Lars Edenbrandt äger 3 miljoner aktier i Exini. Lars Edenbrandt är även grundare och ordförande för Centrum för Medicinsk informatik vid Lunds Universitet som består av ett 50-tal läkare som arbetar inom datoranalys av medicinsk information. Även Lars Edenbrandt bidrar med stort kunnande inom Exinis område och skapar förtroende för såväl ledning som styrelse.

### **Fredrik Luttrupp, Försäljningschef**

Fredrik Luttrupp har tidigare haft flera ledande positioner inom internationell försäljning av tekniska produkter. Senast kommer han från positionen som Export Manager på Inor Process AB som är ett specialistföretag inom industriell temperaturmätning. Han har även jobbat på Precise Biometrics och Lars Weibull. Tillsammans med Jörgen Peterssons erfarenhet från branschen bedömer vi att det finns personer med en bra försäljningsbakgrund i bolaget. Tanken med nyemissionen är också att försäljningsstyrkan ska kunna utökas under Fredrik Luttrupp.

*Styrelsen har en bred erfarenhet*

### **Styrelse**

Vi bedömer att Exini har en mycket erfaren och förtroendeingivande styrelse med kompetenser inom viktiga områden. Vi bedömer även att motivationen i styrelsen är god då alla utom en ledamot har egna betydande innehav i bolaget. Det negativa som kan nämnas är att framförallt att Styrelsens ordförande Bo Håkansson ser ut att ha ganska många andra uppdrag och risken finns att de inte hinner lägga tillräckligt med energi på Exini.

**Bo Håkansson, Styrelseordförande**

Bo Håkansson är en känd affärsprofil och investerare i flera svenska biotech och medicinteknikbolag i Sverige. Bo Håkansson har lång erfarenhet av branschen och är dessutom största ägaren i Exini med drygt 20,4 miljoner aktier. Att ha en kapitalstark och aktiv ägare som Bo Håkansson i ryggen ser vi som positivt.

**Hans Göran Arlock, Styrelseledamot**

Hans Göran Arlock har lång erfarenhet inom Handelsbanken som bla controller. Han har även lång erfarenhet av affärsutveckling och kapitalanskaffningar till nystartade företag vilket kan vara den erfarenhet som han bäst kan bidra med i Exini. Hans äger 400.000 aktier i Exini.

**Bengt Ekberg, Styrelseledamot**

Bengt Ekberg har varit marknads- och divisionschef inom Perstorpskoncernen under många år. Han har även haft ledande befattningar inom Nobia och idag sitter han bland annat som ordförande i Sparbanksstiftelsen Skånes Riskkapitalstiftelse och har därmed en god erfarenhet av riskkapitalbranschen. Bengt Ekberg äger genom hälftenägt bolag 800.000 aktier i Exini.

**Fredrik Herslow, Styrelseledamot**

Fredrik Herslow har en lång karriär med ledande befattningar inom bla SAAB Automobile och Wilhelm Sonesson. Fredrik är den enda personen i styrelsen som inte har något eget innehav i Exini.

**Olof Jarlman, Styrelseledamot**

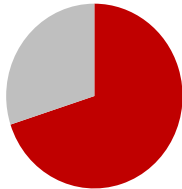
Olof Jarlman är radiolog och docent vid Lunds Universitet. Olof Jarnhem har lång erfarenhet av bildrelaterad forskning i kombination med IT och är även föreståndare för Centrum för Medicinsk Informatik vid Lunds Universitet. Olof Jarlman har 132.990 aktier i Exini.

## Sammanfattning Redeye Rating

---

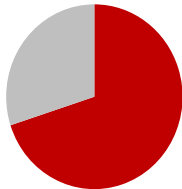
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ledning 7,0p



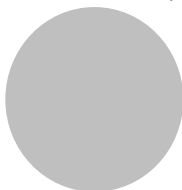
**Kommentar:** Ledningen har relativt stora aktieposter vilket ökar motivationen. Historiken är dock kort och det är för tidigt att bedöma deras insats. Vd Jörgen Petersson har dock lång erfarenhet från branschen.

Tillväxtpotential 7,0p



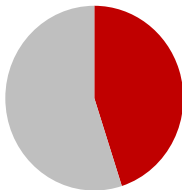
**Kommentar:** Marknadspotentialen är mycket stor och marknaden är under tillväxt. Bolaget har ett antal lovande distributörsavtal på plats och vi förväntar oss att fler kommer framöver.

Lönsamhet 0,0p



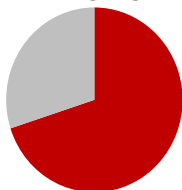
**Kommentar:** Bolaget är idag inte lönsamt och har en bit kvar till dess. I och med att det är mjukvara Exini säljer så är skalbarheten mycket stor och tar försäljningen fart kommer bolaget att bli mycket lönsamt.

Trygg placering 4,5p



**Kommentar:** Risken i ett bolag som Exini som precis har gått över i kommersiell fas är hög. Bolaget är beroende av kapital och det kan bli aktuellt med fler emissioner även efter denna. Bolaget är dessutom sårbart för enstaka händelser.

Investeringsläge 7,0p



**Kommentar:** En investering i Exini är förknippad med stor osäkerhet. Skulle bolaget komma i närheten av sin egen målsättning betingar det ett betydligt högre värde på bolaget än värderingen vid nyemissionen.

Resultaträkning, MSEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Omsättning	3	2	7	14	26
Summa rörelsekostnader	-10	-9	-11	-15	-17
<b>EBITDA</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>

Avskrivningar	0	0	0	-1	-1
<b>EBIT</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>

Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella intäkter	5	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>

Skatt	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>

Resultaträkning just, MSEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0
EBITDA just	-7	-7	-5	-2	9
EBIT just	-7	-7	-5	-3	8
PTP just	-1	-7	-5	-3	8
Nettoresultat just	-1	-7	-5	-3	8

Balansräkning, MSEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Tillgångar</b>					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	0	0	2	1	10
Kundfordringar	0	0	2	3	6
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättningstillg.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>17</b>

Anläggningstillgångar					
Inventarier	0	0	0	1	2
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Balans. utv. kostn.	8	9	10	12	14
Övr. imateriella tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillg.</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>15</b>

<b>Summa tillgångar</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
-------------------------	----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Skulder	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Kortfristiga skulder</b>					
Leverantörsskulder	2	4	3	8	15
Övriga icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>15</b>
<b>Långa icke ränteb.skulder</b>	0	0	0	0	0
Räntebärande skulder	2	2	2	2	2
<b>Summa skulder</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>18</b>
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	4	4	9	6	14
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; Eget Kapital</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>14</b>

<b>Summa skulder och eget kapital</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
---------------------------------------	----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Fritt kassaflöde, MSEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Omsättning	3	2	7	14	26
Summa rörelsekostnader	-10	-9	-11	-15	-17
Avskrivningar	0	0	0	-1	-1
EBIT	-7	-7	-5	-3	8
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	0	0	0	0
<b>NOPLAT</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>
Avskrivningar	0	0	0	1	1
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>
Förändring i rörelsekapital	0	2	-1	3	4
Investeringar	-2	-1	-2	-3	-4

<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>10</b>
-------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Kapitalstruktur	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Soliditet	49%	38%	61%	37%	44%
Skuldsättningsgrad	61%	66%	27%	39%	17%
Nettoskuld	2	2	0	2	-8
Sysselsatt kapital	6	6	11	9	17
Kapitalets oms. hastighet	0,5	0,3	0,8	1,4	2,0

Tillväxt	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Försäljningstillväxt	-8%	-38%	264%	105%	89%
VPA-tillväxt (just)	n.m. %	n.m. %	n.m. %	n.m. %	n.m. %
Tillväxt eget kapital	9%	-7%	144%	-30%	124%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie (%)	10,0	NV FCF (2009-11)	-2,1
Betavärde	1,5	NV FCF (2012-21)	83,6
Riskfri ränta (%)	3,4	NV FCF (2022-)	29,3
Räntepremie (%)	1,0	Rörelsefrämmande tillgångar	0,0
WACC (%)	18,0	Räntebärande skulder	2,4
		Motiverat värde	108,4

Antaganden 2012-21 (%)		<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>2,5</b>
Genomsn. förs. tillv.	15,4	Börskurs, SEK	1,6
EBIT-marginal	59,4		

Lönsamhet	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Avk. på eget kapital (ROE)	-35%	-189%	-74%	-35%	77%
ROCE	-114%	-113%	-54%	-27%	62%
ROIC	-114%	-113%	-54%	-27%	62%
EBITDA just-marginal	-228%	-384%	-70%	-12%	35%
EBIT just-marginal	-230%	-386%	-71%	-20%	30%
Netto just-marginal	-45%	-397%	-71%	-20%	30%

Data per aktie, SEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e
VPA	-0,05	-0,22	-0,11	-0,06	0,18
VPA just	-0,05	-0,22	-0,11	-0,06	0,18
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
Antal aktier	28,2	32,5	44,1	44,1	44,1

Värdering	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Enterprise value	73	73	73	73	73
P/E	-34,1	-7,2	-15,0	-26,2	9,0
P/E just	-34,1	-7,2	-15,0	-26,2	9,0
P/S	24,2	38,8	10,7	5,2	2,7
P/S	25,1	40,2	11,0	5,4	2,8
EV/EBITDA just	-11,0	-10,5	-15,7	-45,3	8,2
EV/EBIT just	-10,9	-10,4	-15,6	-27,1	9,3
P/BV	17,8	19,2	7,9	11,2	5,0

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	07/09P
1 mån	0,0%	Omsättning	50,7%
3 mån	0,0%	Rörelseresultat, just	-16,3%
12 mån	0,0%	V/A, just	50,5%
Årets Början	0,0%	EK	50,6%

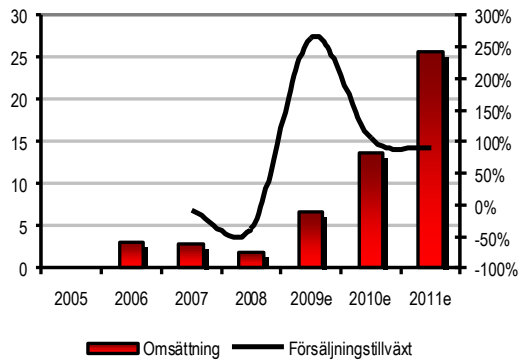
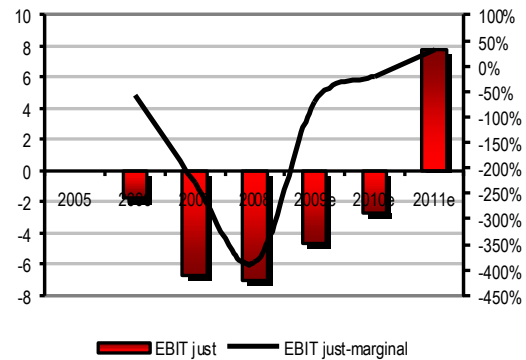
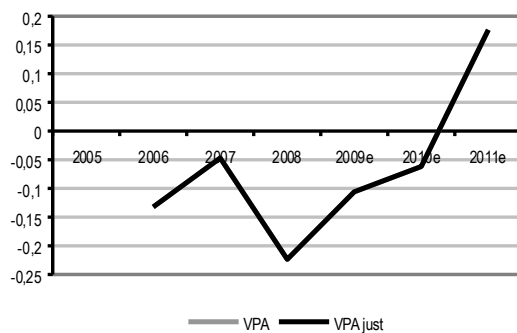
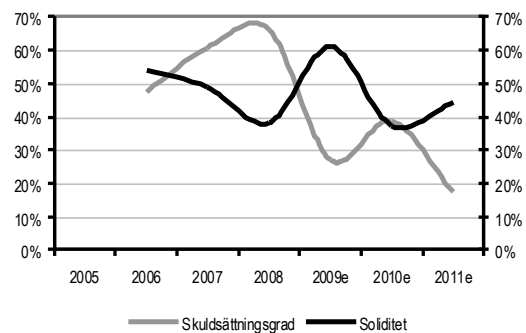
Aktiestructur %		Röster	Kapital
Farstorps Gård Förvaltning		53,9	53,9
Augmenta Venture Partners AB		9,6	9,6
Lars Edenbrandt		7,9	7,9
Jörgen Petersson		5,5	5,5
Övriga		23,1	23,1

Aktien		Övriga
Lista		1,6
Kurs, SEK		44,1
Antal aktier, milj		71
Börsvärde, MSEK		2 000

Bolagsledning & styrelse	
VD	Jörgen Petersson
Ordf	Bo Håkansson

<b>Nästkommmande rapportdatum</b>
-----------------------------------

Analytiker	Redeye AB
Erik Kramming	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
erik.kramming@redeye.se	114 35 Stockholm
Björn Fahlén	
bjorn.fahlen@redeye.se	

**Omsättning & Tillväxt (%)**

**EBIT (justerad) & Marginal (%)**

**Vinst Per Aktie**

**Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)**

**Produktområden**
**Geografiska områden**
**Intressekonflikter**

Erik Kramming äger aktier i bolaget Exini Diagnostics: Nej

Björn Fahlén äger aktier i bolaget Exini Diagnostics: Nej

Redeye har deltagit i rådgivning eller corporate finance relaterade tjänster de sista 12 månaderna i Exini Diagnostics: Nej

Analysen är baserad på Redeyes Analysgarantikoncept.

**Verksamhetsbeskrivning**

Exini startades 1999 och är ett resultat av forskning som bedrivits vid Lunds universitet. Exinis produkter är framtagna för att verka som beslutsstöd inom medicinsk bildanalys. Produkterna består av en mjukvara som installeras direkt i kamerautrustning eller i det PACS program som läkarna använder sig av. Produkter används för att kunna identifiera bland annat kranskärlssjukdomar, cancer, demens, Parkinsons sjukdom och blodproppssjukdomar. Tanken är att beslutsstödet ska understödja läkarna i att fatta korrekta beslut och ge en så kallad second opinion.

**DISCLAIMER****Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är ett fristående analysföretag som står under Finansinspektionens (FI) tillsyn sedan juli 2007. Bolaget producerar och säljer aktieanalys samt har tillstånd att mottaga och vidarebefordra finansiella instrument, att lämna investeringsrådgivning avseende finansiella instrument samt att utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument, enligt 2 kap. 1-2 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Redeye har ingen egen corporate finance avdelning och bedriver ej handel för egen räkning. Vi kan dock samarbeta med externa corporate finance aktörer, fondbolag och fondkommissionärer.

**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 därefter.
- 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.
- Analysgaranti (AG) och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Redeye är dessutom officiell Research Provider, ett koncept framtaget av NasdaqOMX, vilket betyder att Redeye tillhandahåller aktie- och bolags analys på bolag noterade på NasdaqOMX börslistor. Dessa typer av analyskoncept genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Redeye AB kan utföra finansiell rådgivningsverksamhet mot onoterade och noterade bolag. Läsaren av dessa rapporter bör anta att Redeye kan ha 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 ej 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. Ett case uppdateras dock med hög frekvens och minst vid varje kvartalsrapport och större händelse (<4 ggr/år). Bolagen som följs via AG-konceptet, uppdateras minst 2 gånger per år.

**Rekommendationsstruktur**

Redeyes rekommendationer för fundamental analys är: Köp (Buy), Avvakta (No Case), Sälj (Sell). Rekommendationer baserade på fundamental analys har en placeringshorisont på 6 månader, om inte annat kommuniceras. Den tekniska analysen har en avsevärt kortare horisont. I analyserna presenteras även en bedömning av den bolagsspecifika risken i aktien. De olika risknivåerna är: Låg, Medel, Hög och Spekulativ. Risknivån är en sammanvägd och subjektiv bedömning av; branschen, bolagets finansiella situation, förväntat nyhetsflöde och andra företagsspecifika faktorer.

För analyser enligt AG-konceptet utfärdas ej några investeringsrekommendationer. 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. Syften är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare samt långsiktigt stödja likviditeten i aktien.

**Rekommendationsspridning (2009-06-02)**

Rekommendation	Antal	% av alla	% ex. AG
Köp	14	16%	33%
Avvakta	17	19%	40%
Sälj	11	12%	26%
AG/Analysgaranti	48	53%	0%
Totalt	90	100%	100%

**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.