

Sammanfattning
Linkmed (Lmed.st)
Valutan slår tillbaka

- Fjärde kvartalet blev svagare än vi initialt räknat med. Framförallt är det resultatet som var svagt och tyngs av stigande kostnader.
- Linkmed fortsätter öka sina satsningar inom transplantationsområdet. Vi räknar med att satsningarna ger resultat under framförallt andra halvåret i år med en tilltagande tillväxt.
- Aktien handlas till hög rabatt, en rabattnivå vi anser har potential att minska under året i takt med att tillväxten ökar, framförallt från XM-ONE under det andra halvåret i år. För att helt få bort rabatten krävs minst en framgångsrik försäljning av portföljbolag som skulle ge styrka åt affärsmodellen.

Lista: Small cap
 Börsvärde: 464 MSEK
 Bransch: Hälsovård
 VD: Ingemar Lagerlöf
 Styrelseordf: Monica Caneman


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal
Linkmed värdering

	Ägarandel	Värde (MSEK)	Värde per aktie (SEK)
ONCOlog Medical	40%	79	4,7
AnaMar	19%	46	2,7
IMED	43%	30	1,8
Likvor	49%	24	1,4
OrtoWay	62%	14	0,8
Övriga Innehav	n.m.	84	4,9
Portföljvärde		277	16,3
Moderbolag + Dotterbolag		586	34,5
Substansvärde		863	50,9
Substansrabatt 20%		-173	-10,2
Motiverat börsvärde		691	40,7
Aktuellt börsvärde		467	27,5
Potential		48%	48%

Fakta

Aktiekurs (SEK)	27,0
Antal aktier (milj)	17,2
Börsvärde (MSEK)	464
Nettoskuld (MSEK)	93
Free float (%)	52,6
Dagl oms. ('000)	17

Analytiker:

Klas Palin
 klas.palin@redeye.se

Björn Fahlén
 bjorn.fahlen@redeye.se

Källa: Redeye Research

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) branschfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Portföljförvaltning

De faktorerna som utgör bedömning av portföljförvaltningen är 1) unik exponering, 2) placeringsfokus, 3) bolagsstyrning och 4) förvaltningskostnader. Faktorn förvaltningskostnad viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Direktavkastning

De faktorerna som utgör bedömningen av direktavkastning är 1) stabil utdelningsutveckling, 2) förväntad direktavkastning och 3) utdelningspolitik. Faktorerna stabil utdelningsutveckling och förväntad direktavkastning viktas dubbelt då dessa faktorer anses extra viktig.

Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) transparens i portföljen, 2) portföljstruktur, 3) finansiell situation, 4) ägarstruktur, 5) konjunkturkänslighet och 6) aktiens likviditet. Faktorn finansiell situation viktas med 1,5x då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna ägarstruktur, konjunkturkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Avkastningspotential

De faktorerna som utgör bedömning av avkastningspotential är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers, 5) upptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig och marknadsförväntningar, nyhetsflöde, upptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

Inbromsning i kvartalet

Svagare kvartal än vi räknat med

Efter en stark tillväxt under de tre första kvartalen i fjol noterades en inbromsning under det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 19,1 miljoner kronor, en tillväxt med endast 4 procent jämfört med samma period året innan. En orsak bakom den avtagande tillväxten finns i att valutan som tidigare under året bidragit med tillväxt nu istället bromsar som en följd den kraftigt förstärkta svenska kronan. Linkmeds intäkter kommer uteslutande från transplantationsverksamheten där merparten faktureras i euro och dollar samtidigt som kostnaderna huvudsakligen är i kronor. Resultatet för det fjärde kvartalet blev -0,6 miljoner kronor, vilket var betydligt under vår prognos på 4,6 miljoner kronor, se tabell nedan.

Tabell 1: Förväntat mot utfall

(SEKm)	Q3'09	Q4'09E	Utfall	Diff
Nettoomsättning	21,1	20,2	19,1	-5%
EBITDA	5,2	6,8	0,9	-87%
EBIT	5,0	6,6	0,5	-92%
Periodens resultat	3,0	4,6	-0,6	-113%
VPA, SEK	0,19	0,27	-0,03	-111%
EBITDA marginal	25%	34%	4%	

Källa: Redeye Research

Intäktsmässigt var avvikelserna med våra prognoser relativt begränsad men för resultatet var avvikelserna höga. Förklaring finns dels i vissa poster av engångskaraktär kopplat till övertagandet av distributionsverksamheten från Qiagen i fjol på omkring 1,5 miljoner kronor och dels en lönebonus som utbetalas under det fjärde kvartalet till de anställda. Vi räknar med att kostnaderna kommer vara högre under innevarande år i och med förvärvet av Absorber och de satsningar som läggs på tillväxt, vilket inledningsvis kommer belasta resultatet i år, se sid 7.

Kassaflödet blev negativt under det fjärde kvartalet

Under det fjärde kvartalet uppgick kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital till -0,4 miljoner kronor i linje med periodens svaga resultat. För helåret noterades dock Linkmed ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring på 13,1 miljoner kronor. Vi räknar med att bolaget ska fortsätta generera positiva kassaflöden från verksamheten närmaste åren. Något som kan användas till investeringar i verksamheten. Under fjolåret investerade Linkmed totalt 42,1 miljoner kronor i portföljbolagen. Huvuddelen av detta är fördelat på Recopharma 11,9 miljoner kronor, Olerup International 7,5 miljoner kronor, Bioresonator 5,5 miljoner kronor, Novahep 4,0 miljoner kronor och Oncolog Medical 3,8 miljoner kronor. I år indikerar bolaget ett lägre behov, som vi bedömer uppgår till storleksordningen 20-25 miljoner kronor.

Stabila finanser som ger utrymme för investeringar

Likmeds finansiella situation är efter fjolårets två emissionen stark; en nyemission och en konvertibelemission. Vid årsskiftet uppgick de likvida medlen till 110,9 miljoner kronor och bolaget hade räntebärande skulder på sammanlagt 204,4 miljoner kronor. Visserligen en nettoskuld men det ska sättas i sammanhanget att transplantationsverksamheten levererar stabila kassaflöden som kan användas att betala räntor och amortera. En belåning betraktar vi som högst naturligt och ur ett kapitalstrukturperspektiv logiskt. Den höga andelen likvida medel anser vi ger Linkmed utrymme till att göra nödvändiga följdinvesteringar i innehav, betala tilläggsköpeskillingar och köpa loss rättigheterna till distributionsbolaget Olerup International.

Stärker greppet i USA

Dotterbolaget Absorber övertar tillsammans med SSP Primer (ägs av Olle Olerup) det amerikanska försäljningsbolaget Olerup Inc. från Olerup International AB. Olerup International är ett gemensamt försäljningsbolag mellan det norska bioteknik- och diagnostikbolaget Nordiag (50 procent), Linkmed (25 procent) och SSP Primer (25 procent). Till den symboliska summan 1 dollar ökar Absorber och SSP Primer sina andelar till vardera 50 procent. I samband med affären konverteras 3 av 5 miljoner kronor i lån från Olerup International till aktier. Den europeiska verksamheten berörs inte av transaktionen. Det är bra att Linkmed och SSP Primer tar över den i dagsläget förlustbringande amerikanska verksamheten. Nordiag och Linkmed har olika affärsfokus, där Nordiag vill nå lönsamhet fort medan Linkmed vill skapa en grund för snabb tillväxt, vilket är bakomliggande orsak till transaktionen. Genom att överta Olerup Inc. kan tillväxt sättas i fokus framför att kortsiktig lönsamhet. Det är troligt att ytterligare kapital behöver skjutas till innan Olerup Inc. når lönsamhet under nästa år.

Ökade satsningar ger styrka till vårt tillväxtscenario

En förstärkt försäljningsorganisation på den amerikanska marknaden ger en starkt tilltro till vårt tillväxtscenario. Det är ett scenario som framförallt bygger på ökad försäljning av transplantationstestet XM-ONE, men även av förstärkta marknadsandelar för Olerup SSPs produkter.

Ökat ägande i Absorber

I december blev det klart att Linkmed förvärvar ytterligare 4,2 procent i Absorber genom apportemission av 207.648 nya aktier i Linkmed. Priset är på samma nivå som de tidigare emissionerna och ger Linkmed en ägarandel på sammanlagt 98,0 procent, där Olle Olerup grundare till Olerup SSP AB äger resterande aktierna. I och med transaktionen finns inga ägarproblem för att genomföra en full integration mellan de bägge bolagen. Försäljningen av Absorbers produkter sker nu helt genom Olerup International AB. I det fjärde kvartalet var försäljningsnivån låg, men flera kliniker i USA har börjat använda XM-ONE. Med bättre försäljningskanaler i Europa och USA kombinerat med publicerade vetenskapliga artiklar som visar på värdet med testet räknar vi med en väsentlig försäljningsökning i år som stiger till 15 miljoner kronor, merparten under andra halvåret i år.

Framgång för Oncolog

Portföljbolaget Oncolog fick nyligen en order från Siemens på sin unika patienttransportvagn Dignity Carrier. Det är en vagn som förenklar förflyttning av patient mellan strålbehandlingsrummet till PET/CT-kameran. Fördelen är att transportvagnen möjliggör förflyttning av patienten snabbt med en bibehållen position, vilket är avgörande för att snabbt följa upp resultatet från strålbehandlingen. Det är en första order och värdet bedömer vi är begränsat. Det är dock ett betydelsefullt första steg med att få ut systemet till kund och visa att det fungerar praktiskt. Produktens unika egenskaper tror vi dessutom skapar goda förutsättningar för att flera av de stora tillverkarna som General Electric, Toshiba och Siemens kommer inkludera den vid installationer. Produkten är en möjlig dörröppnare för Oncologs övriga produkter och patientlogistiksystem.

Dignity Carrier är en möjlig dörröppnare

Försäljningen har gått trögt för Oncolog under senaste året. En anledning till detta är att nya system är mycket dyra och finansiering har blivit svårare i spåren av finanskrisen. Enligt bolagets tidigare VD Hans Dahlin är en viss ljusning att skönja. Förbättring i orderläget är en nyckel för att Linkmed ska lyckas med en framgångsrik försäljning av Oncolog. Vi bedömer inte att en försäljning är aktuellt förrän tidigast under nästa år. Linkmeds ägarandel uppgår till 40 procent i Oncolog.

Flera nya order till Likvor

Sedan CE-märkningen på instrumentet CELDA förra året har Likvor rapporterat flera order. Sedan vår förra uppdatering har Akademiska Universitetssjukhuset i Uppsala, Sahlgrenska Universitetssjukhuset i Göteborg och Universitetssjukhuset i Linköping lagt order. Därmed har fyra svenska sjukhus köpt instrument av Likvor. Med CELDA är det möjligt att förbättra diagnos av patienter med tillståndet normaltryckshydrocefalus (NPH) genom dynamisk tryckmätning av ryggmärgsvätska som omger hjärnan. NPH är en sjukdom som ofta förväxlas med demens och därmed leder till felbehandling. Får dessa patienter rätt behandlade med en shunt kommer merparten kunna återgå till ett normalt liv. En framgångsrik diagnos av dessa patienter leder till förbättrade livsvillkor för patienter och besparingsmöjligheter inom vården, två betydelsefulla försäljningsargument. Vi känner inte till något liknande instrument på marknaden.

Framgångarna fortsätter

Bolaget bearbetar inledningsvis för egen maskin den Nordiska marknaden, en marknad som uppgår till 15-20 neurologiska klinikerna. Globalt bedöms det finnas cirka 4.500 neurologiska kliniker som är potentiella kunder. Vi räknar med fler sjukhus i Norden under året kommer köpa CELDA men att intäkterna trots det kommer vara blygsamma. I ett kort till medellångt perspektiv är bästa chans för att ge avkastning till Linkmeds aktieägare i en industriell affär, där bolag som bland annat Medtronic eller Codman (Johnson & Johnson) som säljer shuntar är de mest sannolika köparna.

Studiedata inom kort

Studierna med Anamars läkemedelskandidat AMAP102 för behandling av ledgångsreumatism är sedan slutet av förra året avslutade enligt uppgifter hos Clinicaltrials.gov. Resultat väntas under första kvartalet i år som ska ligga till grund för beslut att ta projektet vidare till fas II. Under fjolåret ändrades strategin från att finna en partner efter fas I, till att istället genomföra en fas II-studie på egen hand och först därefter ingå ett licensavtal. AMAP102 hämmar två vanligt förekommande inflammatoriska signalsubstanser vid ledgångsreumatism, IL-6 och TNF-alfa. I prekliniska försök har AMAP102 även visat på effekt mot smärta, som är ett stort problem vid sjukdomen. Det som framförallt är intressant med AMAP102 är att det är ett läkemedel som kan ges som tablett, vilket underlättar behandling och dessutom kan leda till lägre kostnader för läkemedlet. Ledgångsreumatism är en stor marknad men det råder en tuff konkurrens inom området med ett fyrtiotal orala substanser i klinisk prövning, där Pfizers CP690,550 kommit längst och är i fas III med en potentiell lansering inom två år. Hack i hål ligger Rigel och Astrazeneca med R788 där fas III-studier inom kort ska påbörjas. Incyte INCB28050 är det projekt med samma verkningsmekanism som Pfizers CP660,550 närmaste efter i kliniken som är i fas II.

Avtal ger en fingervisning om värdet vid framgång i kommande studier

Orala substanser inom ledgångsreumatism är heta hos de stora läkemedelsbolagen. Något som tydliggörs från två avtal som nyligen tecknats. I december i fjol tecknade Eli Lilly ett licensavtal med det amerikanska Incyte för bolagets läkemedelskandidat INCB28050, fas II-resultat väntas till sommaren. Avtalet ger Eli Lilly de globala rättigheterna till substansen och ger Incyte 90 miljoner dollar i kontantersättning. Incyte är dessutom berättigad till ytterligare 665 miljoner dollar i milstolpsersättning och en stigande royalty på framtida försäljning upp till 20 procent. Ännu ett avtal slöts i februari mellan Astrazeneca och Rigel Pharmaceuticals inom ledgångsreumatism. Avtalet gäller Rigel's läkemedelskandidat R788 där fas II-studier genomförts. Rigel fick en kontantersättning på 100 miljoner dollar med möjlighet till ytterligare 345 miljoner dollar från utvecklings- och regulatoriska framgångar. Dessutom får bolaget royalty på framtida försäljning och 800 miljoner dollar i försäljningsrelaterade milstolpar.

Bägge avtalen åskådliggör läkemedelsbolagens intresse och höga priser de är beredda att betala för lovande preparat som kan ges som tablett. Avtalen ger en fingervisning om vad ett avtal kan vara värt för Anamar givet att kommande fas II-studier är framgångsrika.

Framgångar för Biovator

Biovator har det varit tyst om länge men i december i fjol tecknades ett avtal med tyska kemijätten BASF. Avtalet omfattar slututveckling av ett In vitro-test som ska identifiera kemiska substanser som ger upphov till allergier. Eftersom Biovator erbjuder en ny metod för allerigtester är det väsentligt för bolaget att stora marknadsledande bolag anammar metoden, där avtalet med BASF är ett värdefullt steg framåt. Bolaget räknar med att en produkt från samarbetet ska kunna finnas på marknaden under första halvåret 2011.

Biovators mål är att nå positiva kassaflöden mot slutet av innevarande år med en första produktansättning kring halvårsskiftet i år. I nuläget har inte Redeye någon analys på portföljbolaget som värderas till bokfört värde i vår modell av Linkmed. BASF-avtalet är framförallt intressant på sikt som stärker förutsättningarna för en framgångsrik försäljning av portföljbolaget, som vi dock inte räknar med blir aktuellt förrän tidigast under 2011.

Tillväxten tar fart under slutet av året

Finansiella prognoser

Fjärde kvartalet var något svagare än vi räknat med. Vi anser det finns en risk att utvecklingen under första halvåret i år blir något sämre än vi tidigare bedömt. Det är en starkt svensk krona som är huvudorsak, men även de långa beslutsprocesserna hos kunder. Vi räknar dock med en kraftig tillväxt uppnås under andra halvåret i år då ny organisation och ökade försäljningsresurser bär frukt för framförallt XM-ONE. Fokus i år ligger på att skapa en grund för tillväxt som ska ligga bakom en kraftig vinsttillväxt från och med nästa år, se tabell nedan.

Tabell 1: Vinst estimat för Linkmed

SEKm	2008	Q1'09	Q2'09	Q3'09	Q4'09	2009	Q1'10E	Q2'10E	Q3'10E	Q4'10E	2010E	2011E
Nettoomsättning	35,2	23,0	20,0	21,1	19,1	83,2	22,0	23,5	25,0	30,5	101,0	131,3
EBIT	12,1	7,4	5,8	5,0	0,5	18,7	2,8	3,1	7,6	6,8	20,3	41,3
Nettoresultat	8,8	4,4	3,3	2,1	-0,6	10,2	1,0	1,3	5,3	4,7	13,5	28,3
VPA, SEK	1,00	0,50	0,30	0,13	-0,04	0,60	0,06	0,08	0,31	0,27	0,79	1,66
EBIT marginal	34%	32%	29%	24%	3%	22%	13%	13%	30%	22%	20%	31%
Nettomarginal	25%	19%	17%	10%	-3%	12%	4%	6%	21%	15%	13%	22%

Källa: Redeye Research

Främsta riskerna i våra prognoser finns givetvis i tillväxten för XM-ONE som är en helt ny produkt på marknaden med alla de svårigheter förknippat med detta. Vi har även kalkylerat med att marknadsandelen för Olerups produkter på den amerikanska marknaden kommer stärkas. Det finns dock en tröghet hos laboratorier i att byta ut leverantörer, något som kan leda långa beslutsprocesser. Möjligheten ligger i att det i dagsläget är svagt fokus från konkurrenter på nischområdet vävnadstypning, vilket är Olerups styrka. Den amerikanska marknaden är världens största inom området och står för cirka 40 procent av alla benmargstransplantationer, varför en framgång i att öka marknadsandelarna för Olerups produkter innebär en stor tillväxtpotential för bolaget.

Godkända förvaltningskostnader

Förvaltningskostnader

Bolagets börsvärde har fortsatt att utvecklas positivt sedan vår förra uppdatering samtidigt som substansvärdet i princip är oförändrat. Förvaltningskostnaderna på rullande tolv månadersbasis stiger svagt och i förhållande till börsvärdet uppgår dessa till 5,0 procent. Förhållandet

mellan förvaltningskostnader och substansvärdet uppgår till 2,8 procent, se tabell nästa sida.

Tabell: Förvaltningskostnader					
	Börsvärde	Substansvärde	Förv. kost.	Förv. kost. / BV	Förv. kost. / Substansv.
Affärsstrategerna	78	165	10	12,8%	6,1%
Ledstiernan	209	349	16	7,7%	4,6%
Linkmed	464	813	23	5,0%	2,8%

Källa: Redeye Research

Ett kriterie som vi sätter upp för investmentbolag är att förvaltningskostnaderna ska vara på en rimliga, vilket är en viktig komponent vid utvärdering som vi betygsätter i ratingmodellen. Linkmeds förvaltningskostnader på 5,0 procent i relation till börsvärdet anser vi är på en godkänd nivå, en nivå som kommit ned betydligt under fjolåret med nyemissioner och uppgång för aktien. Jämfört med Affärsstrategerna och Ledstiernan är Linkmeds kostnader klart överkomliga. Värt att notera är att båda bolagen är under uppköp, där en anledning sannolikt är den låga värdering som börsen ger åt den här typen av bolag.

Motiverat värde uppgår till 691 miljoner kronor eller 41 kronor per aktie

Värdering och rating

Vi har i uppdateringen inte gjort några större förändringar i våra modeller. Linkmed har efter fjolårets transaktioner sin värderingsmässiga tyngdpunkt inom transplantationområdet och tar alltmer form av att vara ett transplantationsbolag. Något vi anser motiverat en sänkt substansrabatt från 25 procent till 20 procent kombinerat med en vår ökade tilltro till ledningen som växt fram senaste året. I vår modell ger en sammanläggning av Linkmed, dotterbolagen och portföljbolag ett motiverade värdet på 691 miljoner kronor eller 41 kronor per aktie efter substansrabatt, se tabell nedan.

Linkmed värdering				
	Ägarandel	Värde (MSEK)	Värde per aktie (SEK)	Andel portfölj
ONCOlog Medical	40%	79	4,7	28%
AnaMar	19%	46	2,7	17%
IMED	43%	30	1,8	11%
Likvor	49%	24	1,4	9%
OrtoWay	62%	14	0,8	5%
Övriga Innehav	n.m.	84	4,9	30%
Portföljvärde		277	16,3	100%
Moderbolag + Dotterbolag		586	34,5	
Substansvärde		863	50,9	
Substansrabatt 20%		-173	-10,2	
Motiverat börsvärde		691	40,7	
Aktuellt börsvärde		467	27,5	
Potential		48%	48%	

Källa: Redeye Research

Rabatten för aktien uppgår nästan till 50 procent jämfört med motiverat börsvärde och aktuell aktiekurs. Vi räknar med att denna nivå har potential att minska under året i takt med att försäljningstillväxten ökar, framförallt från XM-ONE under det andra halvåret i år. För att helt radera rabatten krävs dock att bolaget även lyckas leverera en framgångsrik försäljning av minst ett portföljbolag, som synliggör värden och ger stöd för affärsmodellen.

Handelsvolymerna sjönk under kvartalet

Aktien och ägarna

Aktiekursen har sedan förra uppdateringen stigit med drygt 4 procent samtidigt som Stockholmsbörsen stigit med knappt 2 procent. Handelsvolymerna har under perioden varit avtagande och en främsta förklaring finner vi i ett tunt nyhetsflöde. Dessutom genomfördes en konvertibel-emission i det fjärde kvartalet på knappt 85 miljoner kronor som sannolikt dränerat handeln i aktien. Det har inte skett några större ägareförändringar där Mohammed Al Amoudi och FastPartner AB är huvudägare. Två kapitalstarka ägare med långsiktiga ambitioner som kan backa upp bolaget vid behov av nytt kapital.

Investeringsidén

Linkmed är en aktiv ägare i sina portföljbolag och ger med en unik exponering med riskspridning för investerare i småbolag inom hälsovårdssektorn. Senaste året har Linkmed snabbt genomfört ett antal transaktioner och stärkt bolagets fokus på att bygga ett transplantationsbolag med egna försäljningsresurser och stabil lönsamhet. I år riktas blicken på Absorbers test XM-ONE som ska ligga till grund för att höja tillväxten och lyfta lönsamheten under år 2011 och framåt. Ett ökat kommersiellt fokus inom koncernen räknar vi med ökar intresset kring bolaget, vilket ska ligga till grund för att minska värderingsgapet.

Det är negativt att Linkmed saknar ett tydligt vinstdelningsupplägg och en utdelningspolitik. Detta är viktigt i ett längre perspektiv för förtroendet för förmågan och viljan att leverera högsta möjliga avkastning till de egna aktieägarna. Riskerna finns annars att ledningen drar på sig en allt för stor kapitalstruktur genom nya investeringar och därmed glömmer ägarnas intressen. Det är vår övertygelse att direktavkastningen kommer att vara basen för att mäta hur framgångsrik Linkmed är som en aktieinvestering. Inte minst eftersom portfölj innehaven är onoterade och svårvärderade. Bolagets huvudägare Sven-Olof Johansson och Mohammed Al Amoudi med representanter i styrelsen borgar dock för att korten spelas rätt när det väl kommer till kritan.

Appendix 1 – Övriga portföljbolag

Bioresonator har utvecklat en produkt för ögontrycksmätning för användning vid glaukomdiagnostik. Lansering har i liten skala inletts med att visa upp produkten vid en glaukomkongress under fjolåret. Förhandlingar med distributörer pågår för att genom dessa nå ut med en bredare lansering, vilket uppges ska påbörjas i år. Vi har inte gjort en separat värdering av bolaget som i nuläget upptas till bokfört värde, då vi anser att informationen för en värdering är för bristfällig.

Imed utvecklar antikroppsbaseade läkemedel och fortsätter utvecklingen inför kliniska studier mot indikationen transplantat-mot-värdsjukdom. I samband med Linkmeds kapitalmarknadsdag gavs en indikation på att de första kliniska studierna kan påbörjas mot slutet av innevarande år eller tidigt under nästa år, vilket ligger i nivå med vår bedömning i värderingsmodellen. För att genomföra fas I-studier på egen hand uppskattar vi att bolaget har ett kapitalbehov på mellan 30-40 miljoner kronor. Sedan över ett år tillbaka pågår en process i att stärka kapitalbasen i bolaget. Vi kan notera att Linkmed under det fjärde kvartalet investerat ytterligare 2,5 miljoner kronor och där den totala investeringen nu uppgår till 28,5 miljoner kronor. Vi värderar Imed till 72 miljoner kronor med hänsyn tagen till bolagets kapitalbehov, där Linkmeds andel värderas till 30 miljoner kronor.

Novahep forskar kring leverstamceller. Bolaget har tagit fram en så kallad odödlig cellinje som är nödvändig för att kunna producera kommersiella produkter, som exempelvis en konstgjord lever till patienter som väntar på en levertransplantation. Bolagets produkter ligger ett par år ifrån att finnas tillgängliga på marknaden om utvecklingen går plan enligt. I nuläget tar vi upp Linkmeds aktier i Novahep till bokfört värde i vår värdering, då informationen för en värdering är för bristfällig.

OrtoWay utvecklar instrument för ryggradskirurgi med två produkter, OrtoWell och OrtoMixer, som båda blivit CE-märkta för försäljning i Europa. Bolaget arbetar med att ta fram ytterligare klinisk data. För OrtoWell förbereds en registreringsansökan till FDA för den amerikanska marknaden, något som vi räknar med kommer skickas in under andra halvåret i år. Stärkt klinisk dokumentation och FDA ansökan räknar vi med kommer förbättra möjligheten för att sälja bolaget till en industriell aktör, något vi dock bedömer ligger en bit bort i tid till mer klinisk dokumentation finns på plats. I vår värdering har inga förändringar genomförts under kvartalet, vilket indikerar ett bolagsvärde på 22 miljoner kronor, varav Linkmeds andel uppgår till 14 miljoner kronor.

Pharmacolog är verksamt i att utveckla en helt ny produkt som ska kunna användas för att kontrollera koncentration och blandning av flytande läkemedel innan infusion eller injektion i patient. En första prototyp finns klar för laboratorietestning. I nuläget upptas bolaget till bokfört värde i vår värdering, då informationen för en värdering är för bristfällig.

Recopharma är aktiva inom området sockerbaserade läkemedel och arbetar för närvarande inom två olika produktområden. Den första är att utveckla substanser för behandling av sjukdomar orsakade av bakterier och virus. Bolaget genomför för närvarande studier för att studera hur effektiv dess substanser är i att fånga olika virus, och utveckla en produkt som kan neutralisera virus i ögat. Ett andra utvecklingsområde är förstärkning av effekten från vaccin, så kallat adjuvans. De första djurstudierna med vaccin har visat mycket lovande resultat uppger bolaget. Fokus riktas nu i att finna en samarbetspartner för vidareutveckling.

Recopharma har behov av kapital och har bedrivit arbete sedan nästan två år tillbaka i att finna nya investerare. Vårt att notera är att Linkmed investerade 11,9 miljoner kronor i bolaget under året. Vi har inte gjort en separat värdering av bolaget som i vår värderingsmodell upptas till bokfört värde.

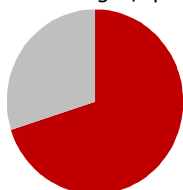
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

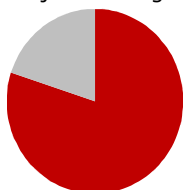
Inga förändringar har gjorts.

Ledning 7,0p



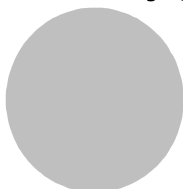
Kommentar: Bolagets ledning har en lång erfarenhet från branschen med kunskaper i att driva nystartade bolag till lönsamhet. Flera ledande befattningshavare är aktieägare. Kommunikationen med marknaden innehåller dock brister som försvårar värderingen.

Portföljförvaltning 8,0p



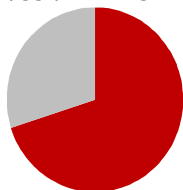
Kommentar: Linkmed har en portfölj med unik exponering mot en sektor. Det är positivt att bolagets deltar aktivt i att förädla värden i portföljbolagen. Kursuppgång och bra affärer innebär att bolagets förvaltningskostnader är på en rimlig nivå.

Direktavkastning 0,0p



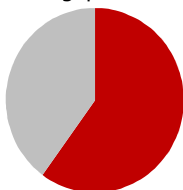
Kommentar: Linkmed har utvecklats och ökat fokus på rörelsedrivande bolag, men närmaste åren är det dock fortsatt investeringsbehov i bolagen. Linkmed har ännu inte lyckats med en framgångsrik försäljning och saknar en uttalad utdelningspolicy.

Trygg placering 7,0p



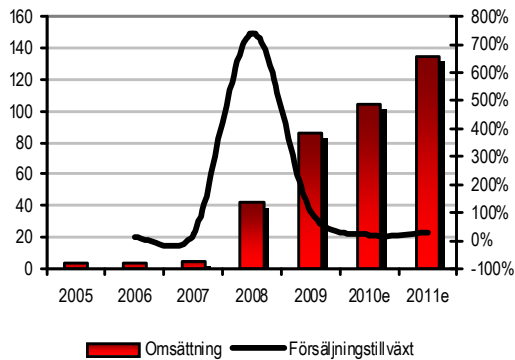
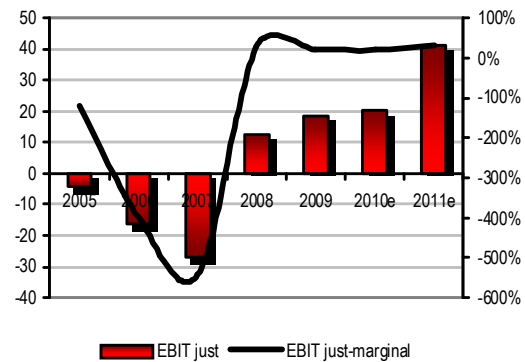
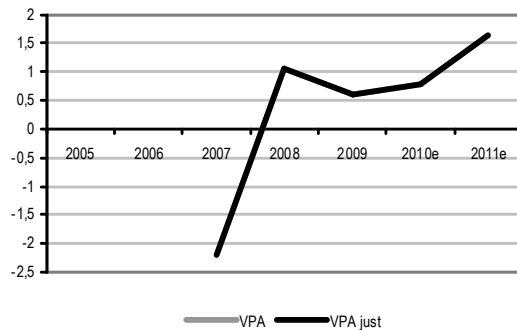
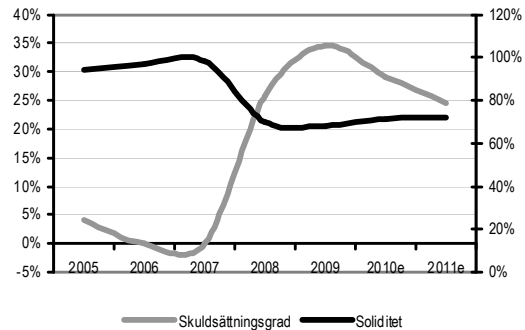
Kommentar: Transparensen i portföljbolagen är bristfällig och försvårar värderingen. Merparten av värdet är koncentrerat till transplantationsområdet, som är en trygghet med lågt konjunkturberoende. Bolaget har dessutom en stark ägarbas.

Avkastningspotential 6,0p



Kommentar: Flera portföljbolag har tagit kliv framåt och inlett kommersialisering som skapar bättre förutsättningar för lyckade försäljningar. Värderingen är attraktiv och den låga risken i verksamheten bör attrahera investerare.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
Omsättning	5	42	86	104	135	Riskpremie (%)	7,0	NV FCF (2010-12)		60,6	
Summa rörelsekostnader	-21	-29	-66	-83	-92	Betavärde	1,6	NV FCF (2013-17)		209,9	
EBITDA	-16	13	20	22	43	Riskfri ränta (%)	3,5	NV FCF (2018-)		381,8	
Avskrivningar	-11	0	-1	-1	-1	Räntepremie (%)	1,0	Rörelsefrämjade tillgångar		138,1	
EBIT	-27	13	19	20	41	WACC (%)	11,5	Räntebärande skulder		204,3	
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Antaganden 2013-17 (%)		Motiverat värde		586,2	
Finansiella intäkter	8	1	0	2	2	Genomsn. förs. tillv.	19,0	Motiverat värde per aktie, SEK		34,1	
Finansiella kostnader	0	-4	-5	-6	-6	EBIT-marginal	35,0	Börskurs, SEK		27,0	
Resultat före skatt	-19	9	14	16	37						
Skatt	0	0	-4	-2	-6						
Nettoresultat	-19	9	10	13	28						
Resultaträkning just, MSEK						Lönsamhet					
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	Avk. på eget kapital (ROE)	-7%	2%	2%	2%	5%
EBITDA just	-16	13	20	22	43	ROCE	-9%	3%	3%	3%	5%
EBIT just	-27	13	19	20	41	ROIC	-9%	3%	2%	2%	4%
PTP just	-19	9	14	16	37	EBITDA just-marginal	-328%	30%	23%	21%	32%
Nettoresultat just	-19	9	10	13	28	EBIT just-marginal	-542%	30%	22%	19%	31%
						Netto just-marginal	-385%	22%	12%	13%	21%
Balansräkning, MSEK						Data per aktie, SEK					
Tillgångar						VPA	-2,20	1,05	0,60	0,78	1,65
Omsättningstillgångar						VPA just	-2,20	1,05	0,60	0,78	1,65
Kassa och bank	131	50	111	85	100	Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	0	11	15	20	25	Nettoskuld	-15,0	9,2	5,5	5,3	3,1
Lager	0	16	15	18	22	Antal aktier	8,7	8,8	16,9	17,2	17,2
Andra fordringar	1	0	0	0	0						
Summa omsättningstillg.	131	77	141	123	147	Värdering					
Anläggningstillgångar						Enterprise value	333	545	557	557	557
Inventarier	0	1	2	1	1	P/E	-12,3	25,7	44,8	34,4	16,4
Finansiella anl.tillg.	10	18	27	26	25	P/E just	-12,3	25,7	44,8	34,4	16,4
Goodwill	0	185	208	208	208	P/S	93,0	11,1	5,4	4,4	3,4
Balans. utv. kostn.	0	32	124	124	124	EV/S	66,7	13,0	6,5	5,3	4,1
Övr. imateriella tillg.	0	0	0	0	0	EV/EBITDA just	-20,4	43,1	28,2	25,9	13,1
Summa anläggningstillg.	152	647	723	719	718	EV/EBIT just	-12,3	43,5	29,8	27,5	13,5
						P/BV	1,7	0,9	0,8	0,8	0,7
Summa tillgångar	283	725	864	842	865	Aktiens utveckling			Tillväxt/år		07/09P
Skulder						1 mån	-2,9%	Omsättning		315,5%	
<i>Kortfristiga skulder</i>						3 mån	5,1%	Rörelseresultat, just		n.m.%	
Leverantörsskulder	1	15	15	13	23	12 mån	62,6%	V/A, just		n.m.%	
Övriga icke ränteb. skulder	4	43	39	37	44	Årets Början	-5,2%	EK		45,6%	
Summa kortfristiga skulder	4	58	54	50	67						
Långa icke ränteb.skulder	0	28	15	15	20	Aktiestructur %		Röster		Kapital	
Räntebärande skulder	0	131	204	176	154	Mohammed Al Amoudi		21,2		21,2	
Summa skulder	4	218	273	240	241	FastPartner AB		17,7		17,7	
Avsättningar	0	0	0	0	0	Mannersons Fastighets AB		5,7		5,7	
Eget kapital	278	507	591	602	624	Länsförsäkringar småbolagsfond		4,7		4,7	
Minoritet	0	0	0	0	0	Ingemar Lagerlöf		3,1		3,1	
Minoritet & Eget Kapital	278	507	591	602	624	Jan Holgersson		2,9		2,9	
						Davegårdh och Kjäll Sverige		2,7		2,7	
Summa skulder och eget kapital	283	725	864	842	865	Wendt Investments AB		2,5		2,5	
						Avanza Pension		2,5		2,5	
						SSP Primers AB		2,5		2,5	
Fritt kassaflöde, MSEK						Aktien					
Omsättning	5	42	86	104	135	Reuterskod				Lmed.st	
Summa rörelsekostnader	-21	-29	-66	-83	-92	Lista				Small cap	
Avskrivningar	-11	0	-1	-1	-1	Kurs, SEK				27,0	
EBIT	-27	13	19	20	41	Antal aktier, milj				17,2	
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	0	-4	-2	-6	Börsvärde, MSEK				464	
NOPLAT	-27	12	15	18	35	Börspost				1	
Avskrivningar	11	0	1	1	1	Bolagsledning & styrelse					
Bruttokassaflöde	-16	12	16	19	36	VD				Ingemar Lagerlöf	
Förändring i rörelsekapital	-4	27	-7	-12	9	CFO				Yvonne Axelsson	
Investeringar	0	0	-9	0	0	IR				Okee Williams	
Fritt kassaflöde	-20	39	0	7	45	Ordf				Monica Caneman	
Kapitalstruktur						Nästkommande rapportdatum					
Soliditet	98%	70%	68%	71%	72%	Delårsrapport, jan-mars 2010				2010-05-11	
Skuldsättningsgrad	0%	26%	35%	29%	25%						
Nettoskuld	-131	81	93	91	54						
Sysselsatt kapital	278	638	795	778	778						
Kapitalets oms. hastighet	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2						
Tillväxt						Analytiker					
Försäljningstillväxt	23%	739%	106%	21%	29%	Klas Palin				Mäster Samuelsgatan 42, 10tr	
VPA-tillväxt (just)	n.m. %	n.m. %	-43%	30%	110%	klas.palin@redeye.se				114 35 Stockholm	
Tillväxt eget kapital	-6%	82%	16%	2%	4%	Björn Fahlén					
						bjorn.fahlen@redeye.se					

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Intressekonflikter

Klas Palin äger aktier i bolaget Linkmed: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

Verksamhetsbeskrivning

LinkMeds affärsidé är att tillsammans med innovatörer skapa kommersiellt framgångsrika life science-bolag. Det görs genom att välja rätt idéer och sedan tillföra entreprenörskap och kapital. Sedan i föl ingår Absorber tillsammans med Olerup SSP som dotterbolag i koncernen med verksamhet inom transplantationsområdet. Bolagets portföljinvesteringar är: AnaMar Medical, Biovator, IMED, NovaHep, Recopharma, BioResonator, Likvor, ONCOlog Medical, Ortoviva och Pharmacolog.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är ett fristående analysföretag som står under Finansinspektionens (FI) tillsyn sedan juli 2007. Bolaget erbjuder aktierelaterade tjänster till börsbolag, investerare, media och den aktieintresserade allmänheten. Redeye 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 efter analysen publicerats.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckningen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett 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 (2010-03-01)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	30	20	25	28	15
3,5p - 7,0p	57	65	38	56	63
0,0p - 3,0p	2	4	26	5	11
Antal bolag	89	89	89	89	89

*För investmentbolag byts Tillväxtpotential och Lönsamhet ut mot Portföljförvaltning och Direktavkastning.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.