

Sammanfattning
Linkmed (Lmed.st)
Starkt Q1

- Linkmed presenterar ett starkt Q1 med en omsättning på 23,0 miljoner kronor och en vinst efter skatt på 4,4 miljoner kronor.
- Transplantationsområdet har under Q1 hamnat i fokus med bra försäljning för Olerup och framgångar för Absorber.
- Vi höjer våra försäljningsprognoser för innevarande år och nästa efter den fina inledningen av året. Det finns ytterligare potential i aktien, men för en större uppvärdering behövs en framgångsrik avyttring av portföljbolag. En försäljning av portföljbolag skulle ge ökad tyngd och trovärdighet för affärsmodellen.

Lista: Small cap
 Börsvärde: 239 MSEK
 Bransch: Life Science
 VD: Ingemar Lagerlöf
 Styrelseordf: Monica Caneman


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal
LinkMed värdering

	Ägarandel	Värde (MSEK)	Värde per aktie (SEK)
AbSorber	42%	205	23,5
ONCOlog Medical	40%	88	10,1
AnaMar Medical	26%	61	7,0
IMED	42%	32	3,7
Ortoviva	62%	14	1,6
Övriga Innehav	n.m.	64	7,3
Portföljvärde		464	53,2
Moderbolag + Dotterbolag		104	11,9
Substansvärde		568	65,1
Substansrabatt 25%		-142	-16,3
Motiverat börsvärde		426	48,8
Aktuellt börsvärde		238	27,3
Potential		79%	79%

Fakta

Aktiekurs (SEK)	27,3
Antal aktier (milj)	8,8
Börsvärde (MSEK)	239
Nettoskuld (MSEK)	91
Free float (%)	62,0
Dagl oms. ('000)	11

Analytiker:

Björn Fahlén
 bjorn.fahlen@redeye.se

Klas Palin
 klas.palin@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 betygskala 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.

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 och nyhetsflöde och oupptäckt aktie viktas med 0,5x.

Starkt första kvartal

*Stark underliggande
marknad och fördelaktig
valutamix*

Fjölårets förvärv av transplantationsbolaget Olerup SSP fortsätter utvecklas positivt, vilket ger en stark start av 2009. Resultatet för Q1 lyfter till 4,4 miljoner kronor med en omsättning på 23,0 miljoner kronor. Det är en stark underliggande marknad för Olerups produkter. Utöver positiv efterfrågan av bolagets produkter finns ett säsongsmässigt inslag, effekter från prisökningar och fördelaktig valutamix som även påverkar försäljningen positivt i Q1. Bolaget känner inte av några större effekter från den rådande svaga världskonjunkturen inom sitt segment på transplantationsmarknaden.

*Kassaflöde på 4,8
miljoner kronor i Q1*

Fortsatt stark rörelsemarginal

Rörelsemarginalen uppgick till 56 procent med ett rörelseresultat på 7,4 miljoner kronor under det första kvartalet. I siffrorna utöver det helägda transplantationsbolaget Olerup ingår Linkmeds förvaltningskostnader som under kvartalet steg till 4,2 miljoner kronor mot 3,6 miljoner kronor samma period i fjol med ökade aktiviteter i portföljbolagen. Kassaflödet från den löpande verksamheten var under perioden 4,8 miljoner kronor, med likvida medel på 37,8 miljoner kronor. Sedan årsskiftet har de räntebärande skulderna stigit till 128,3 miljoner kronor, en ökad nettoskuld med knappt 10 miljoner kronor på 90,5 miljoner kronor. Nettoskulden stiger under kvartalet trots positiva kassaflöden, vilket är en följd av investeringar i portföljbolag och amorteringar på lån som togs upp i samband med köpet av Olerup. I nuläget är inte skuldökningen alarmerande. Det som dock ger en osäkerhet kring skuldsättningen framåt är hur bolaget kommer lösa de två kommande tilläggsköpeskillningarna, som ska betalas ut dels i sommar samt dels nästa sommar på knappt 35 miljoner kronor vardera. Bolaget kommer behöva nytt kapital för att finansiera detta. Den mest naturliga finansieringen vore att något av portföljbolagen avyttrades, men marknaden för detta är fortsatt svag och det kommer bli svårt att få till en vidareförsäljning av portföljbolag till ett fördelaktigt pris i år. Även bolaget tonar ned denna möjlighet och siktar istället på att vidareutveckla bolagen, som exempelvis Ortoviva som tidigare nämnts som en möjlighet att sälja till en industriell partner i år.

Utan intäkter genom försäljningar av portföljbolag blir istället fokus på eventuella ökad belåning eller att bolaget löser finansieringen genom exempelvis en riktad emission som motsvarar beloppet. En riktad emission skulle i nuläget innebära en utspädning på omkring 15 procent för befintliga ägare. Vi anser att det är att föredra jämfört med en högre skuldsättning, men fortsätter arbeta i vår prognosmodell med att bolaget kommer uppta nya banklån.

*BioResonator och Likvor
lanserar produkter i Q2*

Fler av Linkmeds portföljbolag går in i kommersiell fas i år. Det är positivt men vägen till lönsamhet kan vara lång och kostsam. I Q2 kommer framförallt blickarna riktas mot Bioresonator och Likvor där marknads lanseringar är planerade.

Portföljbolagen under kvartalet

Absorber

*Framgångsrikt kvartal
för AbSorber*

Transplantationsbolaget Absorber fick i februari i år en studie publicerad i den vetenskapliga tidsskriften Transplantation som genomförts med testet XM-ONE. Korstest XM-ONE används inför transplantationer, för att påvisa antikropps mängden mot blodgruppsantigen. Publiceringen av studien stärker det kliniska stödet och visar att testet tillför värdefull information som kan förfinas diagnostiken inför en transplantation. Därmed kan risken för avstötning minskas ytterligare. Bolaget har efter publiceringen noterat ett ökat internationellt intresse kring XM-ONE och resultaten av studien.

*Första kund ordrar för
XM-ONE under Q1*

Ett 30-tal ledande amerikanska centra har hittills bearbetats med egen säljorganisation och flera av dessa är nu i startgroparna för att börja använda XM-ONE, enligt bolaget. Det är stora centra, som representerar mellan 20-25 procent av den amerikanska transplantationsmarknaden, som varit fokus för att nå så stor del av marknaden som möjligt med begränsade insatser. Under inledningen av året har tre transplantationscentra valt att inkludera testet i sina transplantationsprogram. Ordramna är än så länge små, men utgör viktiga referenser för att etablera testet. Ett av centrerna är den stora kliniken UCLA i Los Angeles som kommer påbörja användning. Bara på UCLA uppskattas över 300 njurtransplantationer utföras årligen, motsvarar ett värde på omkring 5-10 miljoner kronor årligen. Absorber räknar med att kunna presentera ytterligare nyttillkomna kunder i USA under de närmaste månaderna. Lanseringsstrategin är att fokusera på de ledande centrerna som utgångspunkt för att därefter expandera försäljningen till de mindre. För XM-ONE bedöms intäkterna ta fart mot slutet av året och lyfta bolaget till lönsamhet under nästa år.

En ABO-kolonn är bolaget nästa produkt

*ABO-kolonn lanseras
nästa år*

Den andra produkten som bolaget utvecklar är en patenterad ABO-kolonn för att underlätta transplantationer mellan olika blodgrupper. Med möjlighet att genomföra organtransplantationer mellan olika blodgrupper finns chans att minska organbristen som råder i världen. Bolaget bedömer att produkten kommer bli betydligt effektivare än dagens alternativ som finns ute i marknaden. I våra prognoser räknar vi med att lansering kan påbörjas under slutet av nästa år och en försäljningstopp på 240 miljoner kronor.

Transplantationsområdet inom LinkMed växer till sig och har under kvartalet uppvisat bra tillväxt och nyhetsflöde. En möjlighet som vi tidigare lyft fram är en potentiell sammanslagning mellan Absorber och Olerup. Det finns flera synergier som skulle kunna utvecklas mellan bolag i form av forskning och utveckling, produktion och distribution. Det första steget blir att Olerup kommer ta över ansvaret för produktion av Absorbers tester. I vår prognos räknar vi med intäkter på 16 miljoner kronor i år för Absorber, som stiger till 54 miljoner kronor nästa år. Linkmed har dock slutat

redovisa finansiella siffror för alla sina portföljbolag, vilket ger en mycket hög osäkerhet i estimaten. Vårt motiverade värde av Absorber beräknas till 491 miljoner kronor, varav Linkmeds andel uppgår till 205 miljoner kronor. Ägarandelen uppgår till 41,9 procent av kapitalet i Absorber och innehavet utgör i nuläget 44 procent av värdet av Linkmeds totala portföljvärde i våra modeller.

Kliniska studier kommer inom kort att påbörjas med AMAP102 (MCR)

Anamar Medical

Bioteknikbolaget Anamar Medical, med fokus på inflammatoriska ledsjukdomar, har efter rapportperiodens utgång fått tillstånd från den brittiska läkemedelsmyndigheten (MHRA) att starta fas I-studier med läkemedelskandidaten AMAP102 (tidigare MCR). Bolaget räknar med att den första patienten kommer doseras inom en vecka, vilket blir en milstolpe för Anamar. Vi räknar med att studierna kommer avslutas under andra halvåret i år med data som presenteras mot slutet av året. Anamar har därefter som mål att tillsammans med en partner ta projektet vidare i den kliniska utvecklingen.

I programmet bakom AMAP102 utvecklas AM 260TASS mot reumatoid artrit. Bolaget räknar med att i år kunna välja en läkemedelskandidat för projektet och påbörja det prekliniska arbetet för att därefter under nästa år inleda kliniska studier. Utöver sina två ledande läkemedelsprojekt har Anamar två biomarkörer i marknaden och ytterligare två under utveckling. Försäljningen för de lanserade markörerna ligger på låga nivåer och de stora värdena finns i bolaget läkemedelsprojekt.

I samband med förra analysen justerade vi ned värderingen för Anamar med hänsyn till tidsförskjutning av projekten med omkring sex månader. Vi anser inte att det i nuläget finns anledning till någon ny justering av vår värdering eller våra estimat för bolaget. Linkmed äger i dagsläget 26,2 procent av aktierna, en andel som vi bedömer kommer sjunka som en följd av utspädning det närmaste året. Värdet på Linkmeds andel med hänsyn tagen till kommande utspädning beräknas till 61 miljoner kronor i vår kassaflödesmodell. Anamar utgör i nuläget 13 procent av värdet av Linkmeds totala portföljvärde i våra modeller.

IMED

Under inledningen av året har bolaget fortsatt arbetet med att utveckla en antikropp som blockerar celldöd mot indikationen transplantat mot värd-sjukdom, som är en komplikation som uppstår i samband med transplantationer. Komplikationen orsakas av att immuncellerna i det transplanterade organet angriper mottagarens vävnad och skadar den. Första toxicitetsstudierna med antikroppen fortgår och de första preliminära resultaten uppges vara lovande. Målet är att kunna inleda kliniska studier nästa år.

Bolaget söker nytt kapital

För att kunna genomföra kliniska studier behöver bolaget tillföras nytt kapital, något som bolaget söker aktivt. Vi anser att det finns en stor risk för att Linkmeds ägarandel kommer bli utspädd i samband med kapitalanskaffning och tar höjd för det i värderingen. I nuläget äger Linkmed 42,2 procent av kapitalet i Imedsom vi räknar med kommer sjunka till drygt 30 procent vid en emission. Imed utgör i nuläget 7 procent av värdet av LinkMeds totala portföljvärde i våra modeller.

PatLog fick i januari FDA-godkännande

ONCOlog

Oncolog utvecklar produkter och systemlösningar för kvalitetssäkring och patientlogistik vid strålbehandlingskliniker. I januari i år erhöll bolaget FDA godkännande för att sälja och marknadsföra sitt patienthanterings-system PatLog i USA. Med PatLog kan vårdkvalité för patienten förbättras och patientgenomströmningen höjas i samband med strålterapi, där bolaget i nuläget positionerat sig mot framförallt protonterapianläggningar. Den första installationen tillsammans med belgiska partnern IBA vid Westdeutsche protonterapi kliniken i Essen är under färdigställande med leverans i år. Bolaget och dess partner har i nuläget flera pågående diskussioner om ytterligare installationer, men där utdragna beslutsprocesser leder till tidsförskjutning av affärer. En ny protonterapi klinik är mycket kostsam och det är många nivåer som ska involveras i processen. Under de senaste sex månaderna har signaler kommit om att nya investeringar i kostsamma hälsovårdsanläggningar tvärstannat i spåren av finanskrisen. Det har varit problem för speciellt amerikanska kliniker att få tillgång till lånemarknaden. Vi räknar med att detta fortsätter utgöra ett hinder som kan fortsätta bromsa nya affärer.

Nytt kapitaltillskott ska räcka till positiva kassaflöden

Senarelagda affärer har inneburit att Oncolog behövt nytt kapital. Huvudägarna SLS Ventures och LinkMed har nyligen deltagit i en emission på 8 miljoner kronor, där LinkMed tecknade för 2,5 miljoner kronor. Oncolog bedömer att kapitaltillskottet ska vara tillräckligt fram till positiva kassaflöden kan uppnås från verksamheten.

Finanskrisen utgör ett osäkerhetsmoment och nya investeringar i dyra anläggningar har nedprioriterats och vi flyttar fram våra försäljningsprognoser för Oncolog för i år och nästa, vilket påverkar värderingen negativt. I år räknar vi med att Oncolog kommer uppnå en försäljning på 10 miljoner kronor och ett resultat på -6 miljoner kronor. Det är stor osäkerhet i dessa siffror, då Linkmed inte offentliggör några finansiella tal för Q1 för bolaget. I vår kassaflödesmodell värderas bolaget till 181 miljoner kronor, varav Linkmeds andel uppgår till 88 miljoner kronor. Efter nyemissionen äger Linkmed 40,4 procent av kapitalet och investeringen utgör 18 procent av värdet på Linkmeds totala portföljvärde.

Portföljbolag som inte analyseras av Redeye

Bolagen som Redeye i nuläget inte analyserar upptas i vår bolagsvärdering till bokförda värden. Det sammanlagda värdet för dessa bolag uppgick den sista mars till 78 miljoner kronor.

Produktlansering under andra kvartalet

Bioresonator

Bolaget utvecklar en ny teknik med instrument för ögontrycksmätning med plan att lansera första produkten för ögontrycksmätning och glaukomdiagnostik i andra kvartalet. Bolaget söker för närvarande efter en partner som ska ansvara för försäljning och marknadsföring av produkterna. Bioresonators andra utvecklingsprojekt är en produkt för diagnostik av prostatacancer som uppges löpa enligt plan. Bolaget är i behov av ytterligare kapitaltillskott. Linkmeds ägarandel uppgår till 49,2 procent.

Första produkten ska finnas på marknaden i år

Biovator

Biovator utvecklar tester för att ersätta djurförsök för att påvisa eventuella allergiska reaktioner från kosmetikasubstanser. Från mars i år har EU infört nya regler som förbjuder försäljning av produkter som helt eller delvis testats på djur. Förbudet gäller för nya produkter som introduceras efter införandet av de nya reglerna. Ett behov från industrin finns därför att ersätta dessa tester med andra metoder. Biovator utvecklar tester som baseras på humana celler. Bolagets tester kommer både vara billigare, snabbare att använda och mer tillförlitliga, uppger Linkmed. Det första testet är under utveckling för att identifiera typ 1 allergier, överkänslighet mot naturligt förekommande proteiner som aktiverar immunförsvaret med allergiska reaktioner i luftvägarna. Målet är att testet ska färdigställas i år och lanseras senast nästa år.

En andra produkt som utvecklas tillsammans med Astrazeneca är ett allergitest för typ 4 allergier, kontaktallergier som leder till exempelvis eksem. Målet med detta test är att utveckla en kommersiellt färdig produkt under nästa år. Lyckas Biovator utveckla ett kommersiellt test som möjliggör tester för allergier utan djurförsök finns en stor marknadspotential, speciellt efter EUs nya direktiv. Vi anser att det i nuläget är osäkert och väljer fortsatt att värdera bolaget efter bokfört värde. LinkMeds ägarandel i bolaget uppgår till 46,0 procent.

Lansering påbörjad i Sverige

Likvor

Bolaget Likvor utvecklar ett instrument för dynamisk tryckmätning av cerebrospinalvätska. Ett nytt instrument kan förbättra diagnosen för patienter med tillståndet normaltryckshydrocefalus (normal pressure hydrocephalus, NPH), som ofta förväxlas med demens. Det är en sjukdom med ökad mängd ryggmärgsvätska i hjärnan som ger ett ökat tryck på den kringliggande hjärnvävnaden. Kunskapen om sjukdomen bland distriktsläkare är dessutom låg. Vikten av en korrekt diagnos är stor då behandlingen skiljer sig avsevärt åt. Patienter med NPH kan behandlas genom att operera in ett shuntsystem. Efter en shuntoperation kan 70 – 80 procent av patienter med NPH återgå till ett normalt liv. Behovet av kontinuerlig uppföljning med kontroll av läkare kvarstår dock efter en operation, då sjukdomstillståndet är bestående.

Med bättre diagnos kommer behandling av NPH-patienter kunna förbättras och möjliggöra besparingar inom vården. Det finns i nuläget inga liknande instrument på marknaden. Processen med att få bolagets instrument CE-märkt pågår som väntas bli klar i det andra kvartalet. I Sverige har bolaget påbörjat marknadsföring och försäljning i en mindre skala. Med CE-märkning klar kommer öppnas även den europeiska marknaden. Linkmed äger 49,0 procent av aktierna som upptas till bokfört värde.

Novahep

Bolaget forskar kring leverstamceller. Under fjolåret lyckades bolaget ta fram en så kallat odödlig cellinje som är nödvändig för att kunna producera kommersiella produkter. Bolagets mål är att under 2009 utveckla cellinjer för läkemedelstester och för konstgjorda leverar. Linkmeds ägarandel uppgår till 49,5 procent.

Ortoviva

Bolaget utvecklar instrument för ryggradskirurgi med två produkter, Distraktor och Mixer, som båda blivit CE-märkta för försäljning i Europa. Distraktor är en produkt som hjälper kirurgen att sätta in en konstgjord diskprotes på ett enkelt och exakt sätt utan komplikationer. Mixer är ett leveranssystem för bencement som är speciellt anpassat för ryggradskirurgi. Linkmed söker en industriell tagare av bolaget, men anser att det i nuläget inte går att få tillräckligt bra betalt, varför de kommer vidareutveckla bolaget och inleda försäljning samt genomföra kompletterande kliniska studier för att stärka dokumentationen. Under det första kvartalet har Linkmed ökat sin ägarandel i bolaget till 61,7 procent av kapitalet genom att investera ytterligare 2 miljoner kronor. Investeringen sker till ett implicit värde för bolaget på 15,7 miljoner kronor. Linkmeds sammanlagda investeringar i Ortoviva uppgår till 13,8 miljoner kronor. Med ökad osäkerhet kring bolaget väljer vi av försiktighetsskäl att tillsvidare värdera investeringen i bolaget till det bokförda värdet.

Både Distraktor och Mixer CE-märkta

Pharmacolog

Bolaget bildades 2007 och 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. Första produkten DrugLog möjliggör att analysera och identifiera läkemedel i realtid. För närvarande arbetar bolaget med att ta fram nya prototyper som bedöms vara klar i innevarande kvartal och därefter genomföra laborietester. Linkmeds ägarandel uppgår till 48,0 procent.

Nya prototyper klara i det andra kvartalet

Recopharma

Bolaget är verksamt inom området sockerbaserade läkemedel och arbetar för närvarande inom två olika produktområden. Den första är att utveckla mucinliknande substanser för behandling av sjukdomar orsakade av bakterier och virus. Andra utvecklingsområdet är förstärkning av vacciner, adjuvans. I de första djurstudierna har bolagets adjuvans visat på lovande resultat. Kapitalanskaffning pågår med aktiviteter i Sverige och utomlands. Linkmeds ägarandel i bolaget uppgår till 49,5 procent.

Bra utveckling för aktien sedan årsskiftet

Aktien och aktieutvecklingen

Sedan årsskiftet har Linkmed aktien stigit med omkring 60 procent och har därmed utvecklats klart bättre än Stockholmsbörsen, vilken som helhet stigit med nästan 20 procent under perioden. En pressad aktiekurs i slutet av förra året kombinerat med ett starkt nyhetsflöde ligger bakom aktiens uppgång hittills i år. Dålig likviditet fortsätter att prägla handel i aktien med låg omsättning och stora skillnader mellan köpare och säljare emellanåt. Viss tendens till högre volymer har dock noterats under april i takt med att aktien har lyft. Sett ett år tillbaka har aktien gått ned med omkring 30 procent. Bland bolagets storägare har inga förändringar skett.

Höjda prognoser efter ett starkt kvartal

Finansiella prognoser

Det första kvartalet var både resultat- och intäktsmässigt starkt för Linkmed-koncernen. Det är en stark volymmässig efterfrågan av Olerups utrustning och reagenser för genomisk vävnadstypning som lyfter bolagets intäkter. Tillsammans med bra volymer gynnas bolaget av den svaga svenska kronan med merparten av sina intäkter i euro och dollar samtidigt som kostnaderna framförallt är i svenska kronor. I Q1 steg den underliggande efterfrågan med 13 procent jämfört med samma period 2008. Vi bedömer att tillväxten kommer bli något svagare under resten av året. Det finns dock anledning till att höja försäljningsprognoserna för Olerups verksamhet och vi justerar upp både årets och nästa års försäljning med 5 procent. Det ger i sin tur en positiv effekt på resultatet med drygt en miljon kronor per år.

Långsiktigt behåller vi våra estimat då vi räknar med att marknaden närmaste åren kommer växa med mellan 4-6 procent årligen, begränsad av en fortsatt organbrist i världen. Bästa tillväxtmöjligheterna för Olerups verksamhet finns i Nord- och Sydamerika efter FDA-godkännande och godkännande från den kanadensiska regulatoriska myndigheten, Health Canada, tidigare denna månad. Vi räknar dock med begränsade effekter i USA, då Olerups distributör Qiagen har en svag ställning på den amerikanska marknaden.

Motiverat värde 49 kronor per aktie

Värdering

Prognoshöjningen för verksamheten i Olerup ger ett ökat värde på Linkmed-koncernen med 9 miljoner kronor till 106 miljoner kronor. Det sammanlagda portvärdet beräknas till 570 miljoner kronor eller drygt 65 kronor per aktie innan avdrag för substansrabatt. Efter avdrag för substansrabatt för portföljen uppgår det motiverade värdet till 427 miljoner kronor eller 49 kronor per aktie. Det finns stora värden i Linkmed och dess portfölj, men osäkerheten i värderingen har ökat med försämrad transparens i portföljbolagen under de senaste kvartalen. Avyttringar av portföljbolag skulle synliggöra värden som byggts upp i portföljen och ge bolaget extra tyngd och trovärdighet för affärsmodellen. Vi räknar dock inte med att någon avyttring av portföljbolag i år kommer bli aktuell.

LinkMed värdering				
	Ägarandel	Värde (MSEK)	Värde per aktie (SEK)	Andel portfölj
AbSorber	42%	205	23,5	44%
ONCOlog Medical	40%	88	10,1	19%
AnaMar Medical	26%	61	7,0	13%
IMED	42%	32	3,7	7%
Ortoviva	62%	14	1,6	3%
Övriga Innehav	n.m.	64	7,3	14%
Portföljvärde		464	53,2	100%
Moderbolag + Dotterbolag		104	11,9	
Substansvärde		568	65,1	
Substansrabatt 25%		-142	-16,3	
Motiverat börsvärde		426	48,8	
Aktuellt börsvärde		238	27,3	
Potential		79%	79%	

Källa: Redeye Research

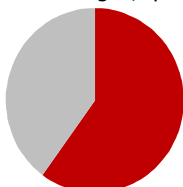
Potential för ytterligare uppgång

Värderingen av Linkmed fortsätter vara attraktiv och bolaget ger en unik exponering med riskspridning för investerare. Att ett flertal av bolagets portföljbolag når kommersiell fas i år bör leda till ett ökat intresse kring aktien. Tillsammans med en stark rapport talar det för ytterligare potential i aktien, trots en redan stark inledning av året. Möjligheter under resten av året finns framförallt inom transplantationsområdet som dominerar värderingen. Bolagets skuldsättning utgör ett osäkerhetsmoment mot bakgrund av kommande tilläggsköpeskillingar kopplade till fjolårets förvärv av Olerup. Avsaknad av en tydlig utdelningspolicy anser vi är negativt för den långsiktige investeraren.

Sammanfattning Redeye Rating

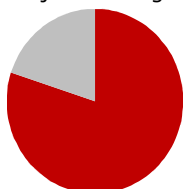
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ledning 6,0p



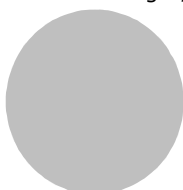
Kommentar: Bolagets ledning har en lång erfarenhet från branschen med kunskaper i att driva nystartade bolag till lönsamhet. Flera medarbetare är aktieägare och VD den tredje största. Kommunikationen med marknaden innehåller brister som försvårar värderingen.

Portföljförvaltning 8,0p



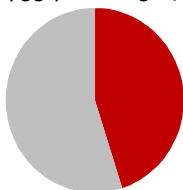
Kommentar: LinkMed har en portfölj med unik exponering mot en sektor. Det är positivt att bolagets representanter deltar aktivt i att förädla värdet i portföljbolagen. Vi anser dock att förvaltningskostnaderna är höga i relation till börsvärdet.

Direktavkastning 0,0p



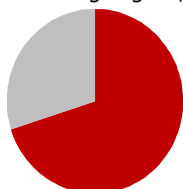
Kommentar: Merparten av portföljinvesteringarna är ännu i ett så pass tidigt läge att LinkMed inte erhåller utdelningar från deras verksamhet. LinkMed har ännu inte lyckats med en framgångsrik försäljning och saknar en utdelningspolicy.

Trygg placering 4,5p



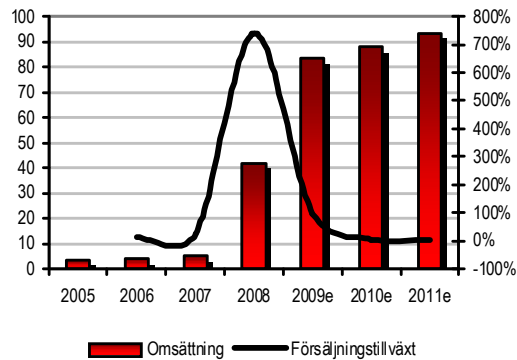
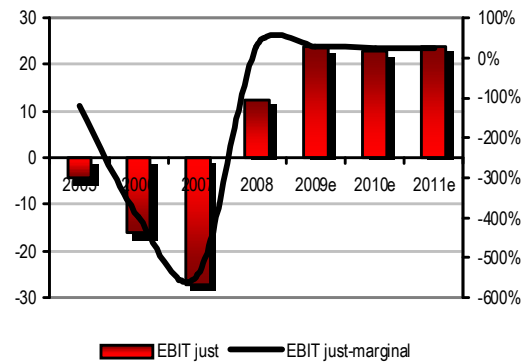
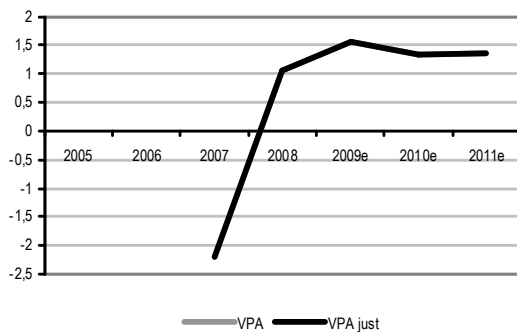
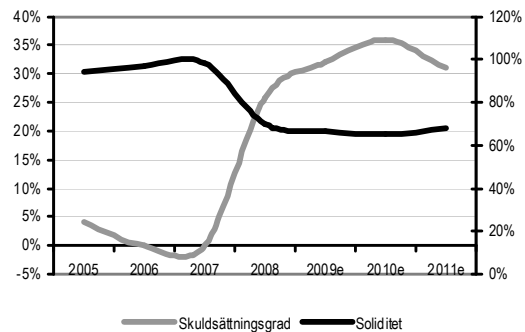
Kommentar: Transparensen i portföljbolagen är dålig, vilket försvårar värdering av verksamheterna. Strukturen har förbättrats i och med köpet av Olerup i fjol, vilket även påverkat den finansiella situationen positivt. Likviditeten i aktien är dock svag.

Investeringsläge 7,0p



Kommentar: Flera portföljbolag har tagit kliv framåt där ett par kommer inleda kommersiell fas i år. Aktien är lågt värderad och oupptäckt bland institutionella investerare.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
	2007	2008	2009e	2010e	2011e						
Omsättning	5	42	83	88	93	Riskpremie (%)	8,0	NV FCF (2009-11)		-30,7	
Summa rörelsekostnader	-21	-29	-60	-65	-69	Betavärde	2,0	NV FCF (2012-16)		99,4	
EBITDA	-16	13	24	23	24	Risikfri ränta (%)	3,1	NV FCF (2017-)		98,3	
Avskrivningar	-11	0	0	0	0	Räntepremie (%)	2,0	Rörelsefrämjade tillgångar		68,4	
EBIT	-27	13	24	23	24	WACC (%)	10,3	Räntebärande skulder		131,2	
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Antaganden 2012-16 (%)		Motiverat värde		104,3	
Finansiella intäkter	8	1	0	0	0	Genomsn. förs. tillv.	5,0	Motiverat värde per aktie, SEK		11,9*	
Finansiella kostnader	0	-4	-6	-7	-8	EBIT-marginal	25,0	Börskurs, SEK		27,3	
Resultat före skatt	-19	9	19	16	16						
Skatt	0	0	-5	-4	-4						
Nettoresultat	-19	9	14	12	12						
Resultaträkning just, MSEK						*Linkmed-koncernen.					
	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	Lönsamhet					
EBITDA just	-16	13	24	23	24	Avk. på eget kapital (ROE)*	-7%	2%	3%	2%	
EBIT just	-27	13	24	23	24	ROCE*	-9%	3%	4%	3%	
PTP just	-19	9	19	16	16	ROIC*	-9%	3%	3%	3%	
Nettoresultat just	-19	9	14	12	12	EBITDA just-marginal	-328%	30%	29%	26%	
						EBIT just-marginal	-542%	30%	29%	26%	
						Netto just-marginal	-385%	22%	16%	13%	
Balansräkning, MSEK						*Linkmed-koncernen med portföljbolag					
Tillgångar						Data per aktie, SEK					
	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
<i>Omsättningstillgångar</i>						VPA	-2,19	1,05	1,55	1,34	
Kassa och bank	131	50	25	15	45	VPA just	-2,19	1,05	1,55	1,34	
Kundfordringar	0	11	15	15	15	Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	
Lager	0	16	15	16	17	Nettoskuld	-14,9	9,2	15,6	19,6	
Andra fordringar	1	0	0	0	0	Antal aktier	8,8	8,8	8,8	8,8	
Summa omsättningstillg.	131	77	55	46	77						
<i>Anläggningstillgångar</i>						Värdering	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Inventarier	0	1	1	1	1	Enterprise value	108	320	330	330	330
Finansiella anl.tillg.	10	18	53	88	88	P/E	-12,5	26,0	17,6	20,3	20,0
Goodwill	0	185	185	185	185	P/E just	-12,5	26,0	17,6	20,3	20,0
Balans. utv. kostn.	0	32	32	32	32	P/S	47,9	5,7	2,9	2,7	2,6
Övr. imateriella tillg.	0	0	6	6	6	EV/S	21,7	7,6	4,0	3,7	3,5
Summa anläggningstillg.	152	647	702	751	761	EV/EBITDA just	-6,6	25,3	13,9	14,5	13,8
						EV/EBIT just	-4,0	25,5	13,9	14,5	13,8
						P/BV	0,9	0,5	0,5	0,5	0,4
Summa tillgångar	283	725	757	797	838						
Skulder						Aktiens utveckling			Tillväxt/år		07/09P
<i>Kortfristiga skulder</i>						1 mån	33,2%	Omsättning		308,6%	
Leverantörsskulder	1	15	15	16	16	3 mån	42,2%	Rörelseresultat, just		n.m.%	
Övriga icke ränteb. skulder	4	43	29	29	29	12 mån	-26,6%	V/A, just		n.m.%	
Summa kortfristiga skulder	4	58	44	45	45	Årets Början	60,6%	EK		34,8%	
Långa icke ränteb.skulder	0	28	45	46	46						
Räntebärande skulder	0	131	162	187	177	Aktiestructur %		Röster		Kapital	
Summa skulder	4	218	251	278	268	FastPartner AB		18,7		18,7	
Avsättningar	0	0	0	0	0	Koncentra Holding AB		14,3		14,3	
Eget kapital	278	507	506	519	570	Ingemar Lagerlöf		6,0		6,0	
Minoritet	0	0	0	0	0	Mannersons Fastighets AB		5,4		5,4	
Minoritet & Eget Kapital	278	507	506	519	570	Länsförsäkringar småbolagsfond		5,0		5,0	
						Mohammed Al Amoudi		4,9		4,9	
Summa skulder och eget kapital	283	725	757	797	838	Kaupthing Bank Sverige AB		3,5		3,5	
						Bo Millstam		2,1		2,1	
						Davegårdh och Kjäll Sverige		1,8		1,8	
								1,8		1,8	
Fritt kassaflöde, MSEK						Aktien					
	2007	2008	2009e	2010e	2011e						
Omsättning	5	42	83	88	93	Reuterskod					Lmed.st
Summa rörelsekostnader	-21	-29	-60	-65	-69	Lista					Small cap
Avskrivningar	-11	0	0	0	0	Kurs, SEK					27,3
EBIT	-27	13	24	23	24	Antal aktier, milj					8,8
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	0	-5	-4	-4	Börsvärde, MSEK					239
NOPLAT	-27	12	19	18	20	Börspost					1
Avskrivningar	11	0	0	0	0						
Bruttokassaflöde	-16	12	19	18	20	Bolagsledning & styrelse					
Förändring i rörelsekapital	-4	27	-17	0	-1	VD		Ingemar Lagerlöf			
Investeringar	0	0	-35	-35	0	CFO		Yvonne Axelsson			
Fritt kassaflöde	-20	39	-33	-17	19	IR		Okee Williams			
						Ordf		Monica Caneman			
Kapitalstruktur						Nästkommande rapportdatum					
	2007	2008	2009e	2010e	2011e						
Soliditet	98%	70%	67%	65%	68%	Delårsrapport, jan-juni, 2009		2009-08-26			
Skuldsättningsgrad	0%	26%	32%	36%	31%	Delårsrapport, jan-sept, 2009		2009-11-11			
Nettoskuld	-131	81	137	172	132						
Sysselsatt kapital	278	638	668	706	747						
Kapitalets oms. hastighet	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1						
Tillväxt						Analytiker					
	2007	2008	2009e	2010e	2011e						
Försäljningstillväxt	23%	739%	99%	6%	6%	Redeye AB					
VPA-tillväxt (just)	n.m. %	n.m. %	48%	-13%	2%	Björn Fahlén					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
Tillväxt eget kapital	-6%	82%	0%	3%	10%	bjorn.fahlen@redeye.se					114 35 Stockholm
						Klas Palin					
						klas.palin@redeye.se					

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Intressekonflikter

Björn Fahlén äger aktier i bolaget Linkmed: Nej

Klas Palinäger aktier i bolaget Linkmed: Nej

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

Analysen är baserad på Redeyes Analysgarantikoncept.

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 Olerup SSP som ett helägt dotterbolag i koncernen med verksamhet inom transplantationsområdet. Bolagets portföljinvesteringar är: AbSorber, 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 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 (2009-04-20)

Rekommendation	Antal	% av alla	% ex. AG
Köp	18	20%	39%
Avvakta	17	19%	37%
Sälj	11	12%	24%
AG/Analysgaranti	45	49%	0%
Totalt	91	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.