

**Sammanfattning**
**Linkmed (Lmed.st)**
**Kommersiellt fokus**

- Det fjärde kvartalets intäkter var något under vår prognos men kompenseras av högre marginaler.
- Under 2008 har LinkMed med portföljbolag flyttat fram positionerna och merparten av bolagen förväntas ha produkter i marknaden i år.
- Vi anser att värderingen fortsatt är attraktiv, fler portföljbolag kommer in i kommersiell fas i år och ett ökat intresse för bolag inom hälsovårdssektorn är argument som talar för högre kurser. Bolagets försämrade transparens med att sluta redovisa finansiell ställning i respektive innehav innebär ökad osäkerhet i våra prognoser.

Lista: Small cap  
 Börsvärde: 188 MSEK  
 Bransch: Life Science  
 VD: Ingemar Lagerlöf  
 Styrelseordf: Monica Caneman


**Redeye Rating**
**Bolaget (LinkMed)**

Historik	● ● ● ● ●
Management	● ● ● ● ●
Marknad	● ● ● ● ●
Positionering	● ● ● ● ●
Lönsamhetspotential	● ● ● ● ●

**Aktien / Finans**

Finansiell situation	● ● ● ● ●
Fundamental värderingspotential	● ● ● ● ●
Relativ värderingspotential	● ● ● ● ●
Aktieägarvänlighet	● ● ● ● ●

**Nyckeltal**

	2006	2007	2008	2009e	2010e	Fakta	
Omsättning, MSEK	4	5	42	79	84	Aktiekurs (SEK)	21,5
Tillväxt	12%	23%	739%	90%	6%	Antal aktier (milj)	8,8
EBITDA	-13	-16	13	18	19	Börsvärde (MSEK)	188
EBITDA-marginal	-330%	-328%	30%	23%	22%	Nettoskuld (MSEK)	81
EBIT	-16	-27	13	18	19	Free float (%)	62,0
EBIT-marginal	-399%	-542%	30%	23%	22%	Dagl oms. ('000)	10
Resultat före skatt	-14	-19	9	13	12		
Nettoresultat	-14	-19	9	13	11		
Nettomarginal	-357%	-385%	22%	16%	14%		
VPA	n.m.	n.m.	n.m.	1,45	1,31		
VPA just	n.m.	n.m.	n.m.	1,45	1,31		
P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	14,8	16,4		
P/S	46,5	37,8	4,5	2,4	2,2		
EV/S	-6,1	11,5	6,4	3,4	3,2		
EV/EBITDA just	1,8	-3,5	21,3	14,6	14,4		

Analytiker:  
 Björn Fahlén  
 bjorn.fahlen@redeye.se

Klas Palin  
 klas.palin@redeye.se

Denna analys är baserad på Redeyes analyskoncept Analysgaranti/Uppdragsanalys. Redeye är en officiell Research Provider till Nasdaq/OMX. För mer information om Analysgaranti och Research Provider, se disclaimer i slutet av denna produkt.

## Definitioner Verksamheten

**Historik** Speglar bolagets historiska utveckling vad gäller tillväxt, lönsamhetsutveckling, nyemissionshistorik samt förmågan att hävda sig bättre än konkurrenterna på marknaden.

**Företagsledning** En bedömning av bolagsledningens samt styrelsens kompetens, track-record och förmågan att driva bolaget mot goda resultat i framtiden.

**Marknad** En bedömning av tillväxt- och lönsamhetspotentialen på den aktuella marknaden/marknadssegmentet. Dessutom analyseras faktorer som påverkar marknaden såsom hot utifrån och tänkbara strukturförändringar.

**Positionering** Avser bolagets position på den aktuella marknaden mätt i marknadsandelar och konkurrenssituationen. Avgörande är faktorer som bolagets konkurrenskraft och varumärka. Eventuella partnerskap och utlandsetableringar kan stärka bolagets positionering.

**Lönsamhetspotential** Med stöd från övriga kategorier avseende bolagets verksamhet görs en bedömning av bolagets framtida lönsamhetstillväxt och uppskattning av bolagets långsiktiga marginaler.

## Definitioner Aktien / Finans

**Finansiell situation** En sammanvägning av bolagets finansiella status med avseende på kostnadsstruktur, skuldsättning, egna kapitalet, kassa, beroendet av enskilda kunder/kundkategorier samt ägarnas finansiella styrka.

**Fundamental värderingspotential** Bolagets potential utvärderas via olika fundamentala nyckeltal samt genom kassaflödesvärdering av bolagets rörelse. I den fundamentala värderingen ingår även att värdera möjligheterna för aktien vid förändringar i avkastningskravet eller aktiens enskilda risknivå. Hög rating innebär att bolaget är fundamentalt undervärderat.

**Relativ värderingspotential** Bolagets nyckeltal jämförs med liknande bolag i Sverige och internationellt. Ingen vikt läggs vid nyckeltalens fundamentala nivå. I den relativa värderingen ingår att värdera möjligheten för att aktiens skall värderas enligt de utvalda jämförelseobjekten. Hög rating innebär låg relativ värdering.

**Aktieägarvänlighet** Aktien utvärderas kring parametrarna aktieutdelning, aktielikviditet, bolagets informationsgivning samt analysbevakning. I bedömningen ingår även aktierisken vid ett eventuellt bakslag. Det är därför av extra stor betydelse att studera hur bolagets aktievärde är fördelat på olika projekt.

## Kommersialisering - huvudfokus

*Bra marginaler under Q4:a*

Trenden att på koncernnivå redovisa vinst fortsatte under det fjärde kvartalet för LinkMed. Intäkterna i Q4:a uppgick till 18,9 miljoner kronor med ett resultat efter skatt på 2,4 miljoner kronor. Det fjärde kvartalet var intäktsmässigt något svagare än vi räknat med men bättre marginaler har gett ett resultat i linje med prognos. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 0,6 miljoner kronor under det fjärde kvartalet och till 1,7 miljoner kronor under andra halvåret. På koncernnivå redovisar LinkMed bara siffror för det andra halvåret, då transplantationsbolaget Olerup SSP konsolideras från och med 1 juli 2008. Verksamheten i Olerup omsatte under fjolåret 70,3 miljoner kronor med ett starkt rörelseresultat på 44,8 miljoner kronor. Bolaget är med 63,7 procent i rörelsemarginal det mest lönsamma bioteknikbolaget i Sverige och har bland annat för detta utsetts till årets företag i Nacka. Tillväxten under 2008 låg på beskedliga två procent, vilket förklaras med en betydligt större beställning från Qiagen (distributör för Olerups transplantationstester) i slutet av 2007.

*Sveriges lönsammaste bioteknikbolag*

Förvärvet av Olerup i fjol har till stor del finansierats via upptagande av banklån. Som en följd uppgick bolagets räntebärande nettoskulder vid årsskiftet på 80,9 miljoner kronor. I augusti i år kommer den första av två tilläggsköpeskillingar betalas ut på maximalt 34,9 miljoner kronor. Det är ännu oklart hur denna kommer finansieras, men vårt huvudscenario utgörs av ytterligare upptagande av banklån. Givetvis finns det en osäkerhet kring detta sett till bolagets belåning och bankers ökade försiktighet i sin utlåning. Vi anser dock inte att det kommer bli aktuellt med en nyemission för att lösa frågan.

*Nedtonad målsättning att sälja portfölj innehav under 2009*

I bokslutskommunikén tonar LinkMed ned målsättningen med att sälja minst två portföljinnehav under innevarande år. Marknadsläget är sämre, som leder till försiktighet och längre beslutsprocess. Som vi tog upp i förra uppdateringen räknar vi med att det kommer bli svårt att få ut bra pris i rådande marknadsläge. Att bolaget istället prioriterar att bygga värden i portföljen framför avyttring i år anser vi är långsiktigt rätt beslut i nuläget. Flera av portföljbolagen kommer göra viktiga steg framåt och enligt bolaget kommer nio av tolv ha produkter i marknaden under 2009. Ett väsentligt steg framåt, speciellt för att senare få ett bra pris vid avyttring.

## Portföljbolagens utveckling under 2008

### AbSorber

Bolaget är aktivt inom transplantationsområdet med den första produkten XM-ONE godkänd i både Europa och USA. XM-ONE är ett korstest som används inför transplantationer för att påvisa antikroppsmängden mot blodgruppsantigen. Under 2008 fick bolaget godkännande från FDA att marknadsföra XM-ONE i USA och första fokus är att etablera testet vid njurtransplantationer. Klinisk data som presenterades under fjolåret visar på klara fördelar med att använda testet. I nuläget är bolagets resurser inriktade på att etablera XM-ONE hos ledande transplantationskliniker.

*Kliniska data som presenterades i fjol visar på fördelar med XM-ONE*

AbSorber är ett intressant bolag som på sikt kan komma slå samman med LinkMeds dotterbolag Olerup och skapa ett större bredare bolag inom transplantationsområdet. Utvecklingen att introducera XM-ONE har dock gått långsammare än vi tidigare bedömt och vi har därför justerat ned försäljningsprognoserna för 2009 och 2010 något. I de nya prognoserna skjuter vi fram bedömningen till när positivt kassaflöde uppnås till andra halvåret 2010. För att finansiera den löpande verksamheten i AbSorber fram till dess att bolaget genererar positiva kassaflöden räknar vi med att ytterligare kapital kommer behöva tillföras. Vårt långsiktiga scenario för bolaget förblir intakt med en försäljningstopp 2016 på 260 miljoner kronor. Givet prognosjusteringarna har vi sänkt värdet på bolaget till 486 miljoner kronor, varav LinkMeds andel uppgår till 204 miljoner kronor.

#### Värderings sammanfattning XM-ONE

Utvecklingsfas	Marknad	Marknadsandel	25%
Lanseringsår	2007	Chans för lansering	100%
Patentutgång	2026	Avkastningskrav	15%
Positivt kassaflöde	2010	Marginal	50%
Toppförsäljning (mSEK)	260	Skattesats	28%
<b>Projektets nuvärde (mSEK)</b>	<b>307</b>		

Källa: Redeye Research

#### Värderings sammanfattning ABO-kolonn

Utvecklingsfas	Utveckling	Marknadsandel	30%
Lanseringsår	2010	Chans för lansering	70%
Patentutgång	2027	Avkastningskrav	15%
Positivt kassaflöde	2010	Marginal	50%
Toppförsäljning (mSEK)	240	Skattesats	28%
<b>Projektets nuvärde (mSEK)</b>	<b>180</b>		

Källa: Redeye Research

Under 2009 kommer det vara fokus på att bolagets försäljning i USA och eventuell sammanslagning med Olerup. AbSorber är fortsatt den värdefullaste tillgång av LinkMeds portföljbolag och utgör 43 procent av portföljen enligt vår analys.

### AnaMar Medical

*Kliniska studier påbörjas i det andra kvartalet i år*

Portföljinnehavet AnaMar Medical är ett bioteknikbolag med fokus på inflammatoriska ledsjukdomar. En första läkemedelskandidat, MCR, mot ledsjukdomar är på väg mot kliniska studier som förväntas kunna påbörjas under det andra kvartalet i år. Utöver kliniska studier med MCR räknar bolaget med att en andra läkemedelskandidat för projektet AM 260TASS mot reumatoid artrit kommer kunna väljas. För att säkra finansieringen av verksamheten närmaste två åren påbörjade bolaget i det fjärde kvartalet i fjol en nyemission på totalt 75 miljoner kronor, fullt uppbackade av Koncentra Holding AB.

*AnaMar Medical värderas till 398 miljoner kronor*

Vi har uppdaterat vår analys av bolaget efter att ett par av bolagets projekt ligger något efter den tidsplan vi tidigare utgått från. Samtidigt som förskjutningarna framåt i tid för projekten ger en negativ inverkan har den stigande dollar kursen påverkat värderingen positivt. Vi värderar AnaMar Medical till totalt 398 miljoner kronor. Det är vår bedömning att LinkMed inte kommer delta i pågående kapitalanskaffning. Därför har vi justerat LinkMeds andel utifrån förväntad utspädning, som vi beräknar ett värde till 61 miljoner kronor. AnaMar Medical utgör 13 procent av det samlade portföljvärdet.

<b>AnaMar - Break up-värdering</b>						
Projekt	Indikation	Chans för lansering	Royaltysats	Toppförsäljn. (MSEK)	Lansering	Nuvärde (MSEK)*
MCR	Ledgångsreumatism	10%	14%	7 500	2016	193
SCI	Ryggmärgsskada	10%	8%	1 300	2015	47
ColMod	Kroniska sår	10%	10%	600	2015	26
COMP-ELISA	<sup>1)</sup> Diagnos RA	100%	-	100	Marknad	56
TASS	<sup>1)</sup> Ledgångsreumatism	5%	14%	7 500	2018	75
<b>Motiverat teknologivärde (MSEK)</b>						<b>398</b>

\* Nuvärdesberäkningen baseras på ett avkastningskrav på 15 % och en USD/SEK-kurs på 7,5

Källa: Redeye Research

### IMED

Är ett bolag fokuserat på att utveckla nya läkemedel baserat på antikroppar. Bolaget är för närvarande framförallt fokuserade kring utvecklingen av en

*Vi fokuserar enbart på den blockerande antikroppen i vår uppdatering*

blockerande antikropp mot indikationen ”graft versus host disease – GVHD”. Toxicitetsstudier är påbörjade och målet är att inleda kliniska studier under nästa år. Projektet har så här långt utvecklats långsammare än vår tidigare bedömning och vi väljer i samband med bokslutskommunikén att göra en uppdatering av värdering. I vår nya värdering väljer vi att enbart fokusera på den blockerande antikroppen inom transplantation och HIV, beroende på osäkerheten kring utvecklingen av den mot cancer. Innan bolaget kan ta projektet mot GVHD in i kliniska studier kommer IMED behöva tillföras ytterligare kapital, en process som påbörjats. Givet risken för utspädning justerar vi det motiverade teknologivärdet med hänsyn till detta. I analysen värderas IMED till 103 miljoner kronor och justerat för utspädning till 77 miljoner kronor. Värdet på LinkMeds andel i IMED beräknas till 32 miljoner kronor som utgör 7 procent av det samlade portföljvärdet.

### IMED - Break up-värdering

Projekt	Indikation	Chans för lansering	Royaltysats	Toppförsälj. (MSEK)	Lansering	Nuvärde (MSEK)*
F45D9	HIV, GVHD	10%	12%	7 500	2016	103

**Motiverat teknologivärde (MSEK) 103**

**Motiverat teknologivärde justerat för utspädningsrisk (MSEK)\*\* 77**

\* Nuvärdesberäkning med ett avkastningskrav på 15 % och en USD/SEK-kurs på 7,5

\*\* 25 %

Källa: Redeye Research

### ONCOlog Medical

ONCOlog utvecklar produkter och systemlösningar för kvalitetssäkring och patientlogistik vid strålbehandlingskliniker. ONCOlog erhöll i början av 2009 ett för bolaget viktigt FDA godkännande för att sälja och marknadsföra sitt patienthanteringssystem PatLog i USA. I och med beskedet öppnas dörren för den viktiga USA-marknaden som motsvarar uppemot hälften av världsmarknadspotential för bolagets produkter. En första installation genomförs för närvarande vid Westdeutsche protonterapikliniken i Essen som ska vara klar i slutet av maj i år. Installationen kommer utgöra en viktig referens för bolaget i ambitionerna att attrahera nya kunder och visa på systemets fördelar i praktiken.

*En första installation klar i maj utgör en viktig referens*

Nyligen fick bolaget en order på fyra TopLog C till ett sammanlagt värde på 1 miljon kronor från Akademiska sjukhuset i Uppsala. TopLog C är en bordstopp som ingår i ONCOlogs patientlogistiksystem, PatLog. Produkten har mycket låga absorptionsvärden som minskar risken för brännskador på

patienten vid exempelvis så kallad IMRT (Intensitetsmodulerad strålbehandling).

Vi har inte förändrat vår prognos för ONCOlog i denna analys, som vi räknar med kommer nå positiva kassaflöden från den löpande verksamheten under nästa år. Värderingen av ONCOlog uppgår till 186 miljoner kronor varav LinkMeds andel uppgår till 91 miljoner kronor. Innehavet i ONCOlog utgör 19 procent av det samlade portföljvärdet.

### **Ortoviva**

Bolaget är relativt nystartat, fokuserat på att utveckla instrument för ryggradskirurgi. Ortoviva utvecklar tre produkter och nyligen blev den första kirurgiska produkten Distraktor CE-märkt. I fjol användes produkten för första gången kliniskt och ytterligare kliniska tester planeras i EU under året för att stärka dokumentation. En andra produkt från bolaget under utveckling, Mixer, förväntas bli CE-märkt under det andra kvartalet i år.

*Mixer förväntas erhålla CE-märkning under det andra kvartalet i år*

Vi räknar med att försäljning av bolagets produkter inleds under andra halvåret 2009 och att ett positivt kassaflöde kan uppnås mot slutet av nästa år. Tidigare har bolaget pekats ut av LinkMed som en möjlig försäljning under innevarande år, något som nu tonas ned. I analysen av bolaget indikeras ett värde på totalt 58 miljoner kronor, varav LinkMeds andel uppgår till 28 miljoner kronor. Vi räknar med att bolaget kommer behöva stärka den finansiella situationen under innevarande år om inte en köpare dyker upp. Ortoviva utgör 6 procent av det samlade portföljvärdet.

### **Portföljbolag som inte analyseras**

Bolagen som Redeye i nuläget inte analyserar upptas i vår bolagsvärdering till bokförda värden.

### **BioResonator**

Bolaget utvecklar en ny teknik med instrument för ögontrycksmätning. Målsättningen för bolaget ligger i att lansera första produkten för ögontrycksmätning och glaukomdiagnostik under det andra kvartalet i år. Försäljningen kommer ske via distributörer. För att stärka finanserna pågår arbete för en kapitalanskaffning. LinkMeds ägarandel uppgår till 49,2 procent.

*Första produkt i marknaden under andra kvartalet*

### **Biovator**

I år kommer EU:s dispenser för kosmetikaindustrin löpa ut för att genomföra djurförsök. Biovator utvecklar tester för att ersätta djurförsök för att påvisa eventuella allergiska reaktion på kosmetikasubstanser. Målsättningen är att under 2009 påbörja kommersialisering tillsammans med en industriell partner. LinkMeds ägarandel uppgår till 46,0 procent.

*Försäljning inleds i år med CE-märkning som ska kunna erhållas i det andra kvartalet*

### **Likvor – marknadsintroduktion nästa år**

Umeå-bolaget Likvor är aktiva i att utveckla instrument för dynamisk tryckmätning av cerebrospinalvätska. Vikten av detta ligger i att kunna diagnostisera patienter med tillståndet normaltryckshydrocefalus (normal pressure hydrocephalus, NPH), som ofta förväxlas med demens. Med bättre diagnos kommer behandling av NPH-patienter kunna förbättras samt även innebära ekonomiska vinningar inom vården. Processen med att få bolagets instrument CE-märkt pågår som förväntas kunna erhållas under det andra kvartalet 2009. LinkMeds ägarandel uppgår till 49,0 procent.

### **NovaHep**

Bolaget bedriver forskning kring leverstamceller för att kunna användas inom exempelvis transplantationsområdet. Fokus ligger i nuläget på att ta fram en "odödlig" cellinje. LinkMeds ägarandel uppgår till 49,5 procent.

### **Pharmacolog**

Pharmacolog härstammar från ONCOlog Medical. 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 baserat på en spektroskopisk teknologi. Tester med bolagets produkt planeras under 2009. LinkMeds ägarandel uppgår till 48,0 procent.

*DrugLog är bolagets första produkt*

### **Recopharma**

Bolaget utvecklar muciner, som är en sorts rekombinanta glykoproteiner, för vaccinmarknaden och antimikrobiella substanser mot virus och bakterier. Under fjolåret har bolaget genomfört prekliniska studier av vaccinatorn som i de första djurstudierna gav lovande resultat. LinkMed uppger att bolaget arbetar för att säkerställa finansiering av verksamheten genom en kapitalanskaffning i Sverige och utomlands. LinkMeds ägarandel uppgår till 49,5 procent.

## **Aktien och aktieutvecklingen**

*Aktien utvecklades svagt under fjolåret*

Under 2008 sjönk aktiekursen för LinkMed med 46,9 procent, vilket var något mer än Stockholmsbörsen som backade med 38,1 procent. De mest väsentliga händelserna under 2008 inträffade under sommarmånaderna med förvärvet av Olerup som annonserades i juli och FDA-godkännande för Absorbers transplantationstest XM-ONE. Två händelser som uppskattades av aktiemarknaden, när fokus för bolaget tydligare inriktas mot kommersiell verksamhet. Under höstens tilltagande börsras drogs LinkMed aktien med i spåren av stigande riskaversion som framförallt blev tydlig i aktier med svag likviditet. I år har aktien hittills gått bättre än den generella marknaden och har stigit med 26,5 procent. Vi bedömer att uppgången till stor del sker som en återhämtning av överdriven kurspress under slutet av 2008 samt stigande intresse från investerare för bolag inom hälsovårdssektorn.

## **Finansiella prognoser och värdering**

*Fördelaktiga valutakurser väntas fortsätta ge Olerup höga marginaler*

Fjolåret blev resultatmässigt mycket starkt för dotterbolaget Olerup, som i all väsentlighet utgör bolagets verksamhet i nuläget, vars EBIT-marginal uppgick till 63,7 procent. Intäktsökningen var dock beskedlig på två procent, som vi räknar med kommer bli högre i år. En viktig del i tillväxten räknar vi med kommer från stigande valutakurser och då framförallt euron som är den valuta som Olerup har störst exponering mot. Eftersom stora delar av bolagets kostnader är i svenska kronor bedömer vi att bolagets marginaler kommer vara fortsatt gynnade från valutan. En andra tillväxtfaktor för Olerups verksamhet under 2009 är ett FDA godkännande som vi räknar med kommer under första halvåret i år. Effekten på försäljningen för 2009 från ett godkännande räknar vi dock med kommer bli ganska blygsam, men ett viktigt steg för att kunna expandera försäljningen till framförallt länder i Sydamerika.

*Det sammanlagda DCF-värdet uppgår till 52 kronor per aktie*

För 2009 räknar vi med att koncernens omsättning kommer stiga till 79 miljoner kronor med ett resultat på 13 miljoner kronor efter skatt. Utifrån vår prognos för LinkMed koncernen uppgår det motiverade DCF-värdet till 11 kronor per aktie. Värdet på portföljen har vi efter genomgång av bolagen (se sid 4 - 7) justerat ned sedan förra analysen med totalt 7 procent. Det sammanlagda motiverade börsvärdet för LinkMed koncernen inklusive portföljinnehaven uppgår till 52 kronor per aktie, vilket överstiger aktuell aktiekurs med över 150 procent.

<b>LinkMed värdering</b>				
	<b>Ägarandel</b>	<b>Värde, (mSEK)</b>	<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>Andel av pf.</b>
AbSorber	42%	204	23,4	43%
ONCOlog Medical	49%	91	10,4	19%
AnaMar Medical	26%	61	7,0	13%
IMED	42%	32	3,7	7%
Ortoviva	49%	28	3,2	6%
Övriga Innehav	n.m.	58	6,7	12%
<b>Portföljvärde</b>		<b>474</b>	<b>54,4</b>	<b>100%</b>
Substansrabatt 25%		-119	-13,6	
LinkMed koncernen		97	11,1	
<b>Motiverat börsvärde</b>		<b>452</b>	<b>51,8</b>	
<b>Aktuellt börsvärde</b>		<b>179</b>	<b>20,5</b>	
<b>Potential</b>		<b>153%</b>	<b>153%</b>	

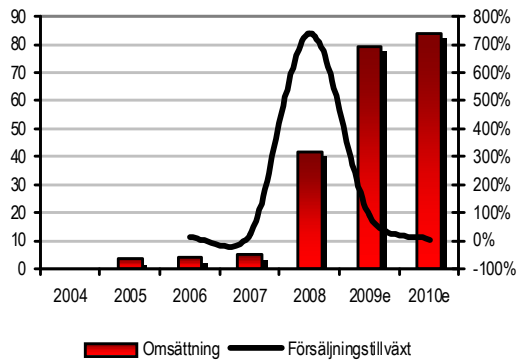
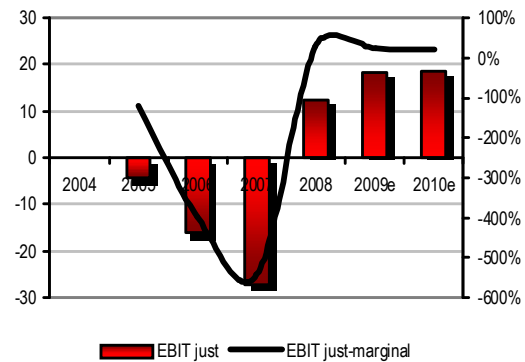
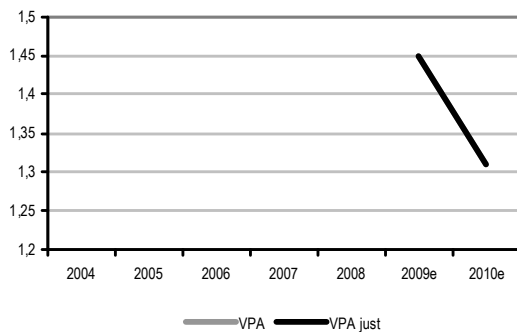
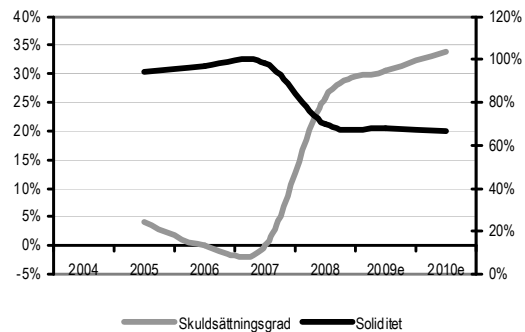
Källa: Redeye Research

*En investering i LinkMed ger en unik exponering till en vettig risk*

En investering i LinkMed ger en unik exponering mot tillväxtbolag i hälsovårdssektorn till en vettig risk. Fjölårets förvärv av Olerup har visserligen ökat skuldsättningen men också tillfört en verksamhet med mycket starka kassaflöden. Under 2008 har LinkMed med portföljbolag flyttat fram positionerna och merparten av bolagen förväntas ha produkter i marknaden i år. En mer mogen portfölj räknar vi med kommer öka attraktionskraften hos investerare. Bolagets försämrade transparens med att sluta redovisa finansiell ställning i respektive innehav kan dock komma att motverka effekten. Att chans minskat till att i år nå en framgångsrik försäljning av något portföljinnehav är också negativt som fortsatt ger en hög osäkerhet kring bolagets affärsmodell.

Vi anser att värderingen fortsatt är attraktiv, fler portföljbolag kommer in i kommersiell fas i år och ett ökat intresse för bolag inom hälsovårdssektorn är argument som talar för högre kurser.

<b>Resultaträkning, MSEK</b>						<b>DCF värdering</b>		<b>Kassaflöden, MSEK</b>			
	2006	2007	2008	2009e	2010e						
Omsättning	4	5	42	79	84	Riskpremie (%)	8,0	NV FCF (2009-11)	-30,5		
Summa rörelsekostnader	-17	-21	-29	-61	-65	Betavärde	2,0	NV FCF (2012-16)	97,9		
<b>EBITDA</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	Riskfri ränta (%)	3,1	NV FCF (2017-)	92,0		
Avskrivningar	-3	-11	0	0	0	Räntepremie (%)	2,0	Rörelsefrämjade tillgångar	68,4		
<b>EBIT</b>	<b>-16</b>	<b>-27</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	WACC (%)	10,3	Räntebärande skulder	131,2		
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Antaganden 2012-16 (%)		Motiverat värde	96,6		
Finansiella intäkter	2	8	1	0	0	Genomsn. förs. tillv.	5,0	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>11,0*</b>		
Finansiella kostnader	0	0	-4	-6	-7	EBIT-marginal	25,0	Börskurs, SEK	21,5		
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>12</b>						
Skatt	0	0	0	-1	-1						
<b>Nettoresultat</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>11</b>						
<b>Resultaträkning just, MSEK</b>						<b>*Avser enbart LinkMed koncernen, exkl. portföljinnehav.</b>					
	2006	2007	2008	2009e	2010e	<b>Lönsamhet</b>	2006	2007	2008	2009e	2010e
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	Avk. på eget kapital (ROE)	-8%	-7%	2%	2%	2%
EBITDA just	-13	-16	13	18	19	ROCE	-9%	-9%	3%	3%	3%
EBIT just	-16	-27	13	18	19	ROIC	-9%	-9%	3%	3%	3%
PTP just	-14	-19	9	13	12	EBITDA just-marginal	-330%	-328%	30%	23%	22%
Nettoresultat just	-14	-19	9	13	11	EBIT just-marginal	-399%	-542%	30%	23%	22%
						Netto just-marginal	-357%	-385%	22%	16%	14%
<b>Balansräkning, MSEK</b>						<b>Data per aktie, SEK</b>					
<b>Tillgångar</b>							2006	2007	2008	2009e	2010e
<i>Omsättningstillgångar</i>						VPA	n.m.	n.m.	n.m.	1,45	1,31
Kassa och bank	213	131	50	40	30	VPA just	n.m.	n.m.	n.m.	1,45	1,31
Kundfordringar	0	0	11	14	15	Utdelning	n.m.	n.m.	n.m.	0,0	0,0
Lager	0	0	16	15	16	Nettoskuld	n.m.	n.m.	n.m.	13,9	17,9
Andra fordringar	2	1	0	0	0	Antal aktier	0,0	0,0	0,0	8,8	8,8
<b>Summa omsättningstillg.</b>	<b>214</b>	<b>131</b>	<b>77</b>	<b>69</b>	<b>61</b>						
<i>Anläggningstillgångar</i>						<b>Värdering</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
Inventarier	0	0	1	1	1	Enterprise value	-25	57	269	269	269
Finansiella anl.tillg.	2	10	18	53	88	P/E	n.m.	n.m.	n.m.	14,8	16,4
Goodwill	0	0	185	185	185	P/E just	n.m.	n.m.	n.m.	14,8	16,4
Balans. utv. kostn.	1	0	32	32	32	P/S	46,5	37,8	4,5	2,4	2,2
Övr. imateriella tillg.	0	0	0	12	12	EV/S	-6,1	11,5	6,4	3,4	3,2
<b>Summa anläggningstillg.</b>	<b>91</b>	<b>152</b>	<b>647</b>	<b>713</b>	<b>768</b>	EV/EBITDA just	1,8	-3,5	21,3	14,6	14,4
						EV/EBIT just	1,5	-2,1	21,5	14,6	14,4
						P/BV	0,6	0,7	0,4	0,4	0,3
<b>Summa tillgångar</b>	<b>305</b>	<b>283</b>	<b>725</b>	<b>782</b>	<b>829</b>						
<b>Skulder</b>						<b>Aktiens utveckling</b>			<b>Tillväxt/år</b>		<b>06/08P</b>
<i>Kortfristiga skulder</i>						1 mån	19,4%	Omsättning			17,5%
Leverantörsskulder	3	1	15	15	16	3 mån	3,4%	Rörelseresultat, just			151,1%
Övriga icke ränteb. skulder	6	4	43	29	29	12 mån	-39,1%	V/A, just			n.m.%
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>58</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	Årets Början	26,5%	EK			108,4%
Långa icke ränteb.skulder	0	0	28	45	46						
Räntebärande skulder	0	0	131	162	187	<b>Aktiestruktur %</b>			<b>Röster</b>		<b>Kapital</b>
<b>Summa skulder</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>218</b>	<b>251</b>	<b>278</b>	FastPartner AB			18,7		18,7
Avsättningar	0	0	0	0	0	Koncentra Holding AB			14,3		14,3
Eget kapital	296	278	507	531	551	Ingemar Lagerlöf			6,0		6,0
Minoritet	0	0	0	0	0	Mannersons Fastighets AB			5,4		5,4
<b>Minoritet &amp; Eget Kapital</b>	<b>296</b>	<b>278</b>	<b>507</b>	<b>531</b>	<b>551</b>	Länsförsäkringar småbolagsfond			5,0		5,0
						Mohammed Al Amoudi			4,9		4,9
<b>Summa skulder och eget kapital</b>	<b>306</b>	<b>283</b>	<b>725</b>	<b>782</b>	<b>829</b>	Kaupthing Bank Sverige AB			3,6		3,6
						Länsförsäkringar Skåne			2,1		2,1
						Bo Millstam			1,8		1,8
						Davegårdh och Kjäll Sverige			1,8		1,8
<b>Fritt kassaflöde, MSEK</b>											
	2006	2007	2008	2009e	2010e						
Omsättning	4	5	42	79	84	<b>Aktien</b>					
Summa rörelsekostnader	-17	-21	-29	-61	-65	Reuterskod					Lmed.st
Avskrivningar	-3	-11	0	0	0	Lista					Small cap
EBIT	-16	-27	13	18	19	Kurs, SEK					21,5
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	0	0	0	-1	-1	Antal aktier, milj					8,8
<b>NOPLAT</b>	<b>-16</b>	<b>-27</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	Börsvärde, MSEK					188
Avskrivningar	3	11	0	0	0	Börspost					1
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>18</b>						
Förändring i rörelsekapital	6	-4	27	-16	-1	<b>Bolagsledning &amp; styrelse</b>					
Investeringar	0	0	0	-35	-35	VD					Ingemar Lagerlöf
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-7</b>	<b>-20</b>	<b>39</b>	<b>-33</b>	<b>-18</b>	CFO					Yvonne Axelsson
						IR					Okee Williams
						Ordf					Monica Caneman
<b>Kapitalstruktur</b>						<b>Nästkommande rapportdatum</b>					
	2006	2007	2008	2009e	2010e	Delårsrapport jan- mars, 2009	2009-04-29				
Soliditet	97%	98%	70%	68%	66%	Delårsrapport, jan-juni, 2009	2009-08-26				
Skuldsättningsgrad	0%	0%	26%	30%	34%	Delårsrapport, jan-sept, 2009	2009-11-11				
Nettoskuld	-213	-131	81	122	157						
Sysselsatt kapital	296	278	638	693	738						
Kapitalets oms. hastighet	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1						
<b>Tillväxt</b>						<b>Analytiker</b>					
	2006	2007	2008	2009e	2010e						<b>Redeye AB</b>
Försäljningstillväxt	12%	23%	739%	90%	6%	Björn Fahlén					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
VPA-tillväxt (just)	n.m. %	n.m. %	n.m. %	n.m. %	-10%	bjorn.fahlen@redeye.se					114 35 Stockholm
Tillväxt eget kapital	362%	-6%	82%	5%	4%	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 Palin äger 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 (2009-02-19)**

Rekommendation	Antal	% av alla	% ex. AG
Köp	17	19%	37%
Avvakta	19	22%	41%
Sälj	10	11%	22%
AG/Analysgaranti	42	48%	0%
Totalt	88	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.