

Layerlab

Life Science-vinnare på lager?

Uppdragsbevakning

Aktietorget

Köp

Hög risk

- **Intensiv forskning kring membranproteiner öppnar möjligheter för Layerlab**
 - Hälften av alla läkemedel verkar via membranproteiner och bolagets produkt memLAYER underlättar analysen av dessa
 - Hög teknikhöjd jämfört med konkurrenter – möjlighet att studera i flera lager ökar känslighet
- **Samarbete med Bio-Rad och Farfield ger access till världsmarknaden redan 2010**
 - Bio-Rad är ett globalt instrumentföretag som kommer att presentera memLAYER vid mässor och konferenser världen över. Farfield är en aktör som är under uppköp av svenska Biolin
- **Kassaförstärkning ger utrymme för marknadsföringssatsningar samt vidareutveckling**
- **Troligt att bolaget köps upp inom några år**
 - Många biosensorbolag växer aktivt genom förvärv av kompletterande tekniker.
 - Nyligen köpte Biolin Farfield.

Layerlabs produkter är komplicerade för att uttrycka sig milt. De rör sig i forskningens absoluta framkant och det krävs en hel del kunskaper för att bara översiktligt förstå vad det rör sig om. Men kanske är det inte nödvändigt att förstå produkterna i detalj för att ta till sig bolaget som en investering. Kanske kan det räcka att titta på de indicier som finns: 1. Layerlab hjälper läkemedelsbolag att snabbare få produkter till marknaden genom en unik metod som idag har bäring på 50 % av alla existerande läkemedel 2. Bolaget har lyckats teckna återförsäljaravtal med två företag, varav det ena är nummer två på marknaden, som utan ersättning kommer att marknadsföra deras produkt. 3. En namnkunnig styrelse sätter sitt rykte på spel. 4. Värdering vid emission ligger i linje med eller under vad som redan har investerats i bolaget. Enligt våra värderingsmodeller som förvisso till viss del bygger på företagets egna förväntningar är bolaget till och med undervärderat och vår bedömning är att Layerlab har stora möjligheter att köpas upp av en större aktör. Det kommande året blir sannolikt en fingervisning om huruvida marknaden är redo för Layerlabs produkter. Vi räknar med en relativt lång startsträcka, men att det längre fram kommer att bli riktigt hög tillväxt. Trots hög risk och risk för förseningar tycker Smallcap att Layerlab är tillräckligt intressant för investeraren med tålamod.

Nyckeltal

	Omsättning MSEK	VPA, kr	P/E	EV/EBIT	EV/S
2009	1	-0,4	neg	neg	18,4
2010P	2	-1,2	neg	neg	12,4
2011P	10	-0,7	neg	neg	3,1
2012P	22	0,0	neg	neg	1,4

Aktiedata

Aktiekurs, kr	6,75	Sektor	Hälsovård
Marknadsvärde, MSEK	24	Lista	Aktietorget
Antal aktier, milj	3,6	Risk	Hög
Nettoskuld(+)/Kassa(-) MSEK	-6	Börspost	1
Enterprise Value (EV) MSEK	18	Nästa rapport 2010-08-19	

Sammanfattning

Layerlab – i den absoluta forskningsfronten

Bolaget har redan lyckats knyta till sig intressanta samarbetsavtal och försäljning kommer småskaligt att börja under året. Produkterna kan vid en första, andra och kanske tredje anblick kännas svåra att förstå. Vi har gjort ett försök att förklara och förenkla men ytterst handlar det som i alla andra fall om vilka resultat som uppnås snarare än hur de uppnås.

Bolaget kan med sin teknologi hjälpa läkemedelsbolag att tjäna mycket tid och pengar och vi vet att bolaget sitter på produkter som kompletterar redan existerande produkter och ökar funktionaliteten hos dyra instrument som redan står utplacerade på laboratorier runt om i världen. Bolagets samarbetspartners kommer att hjälpa dem att komma ut i världen, men Smallcap.se tror att det kommer att ta en liten tid innan marknaden tar till sig de nya möjligheter som uppstår med memLAYER. Om vi antar att funktionaliteten ökar med 20-30% är det dock lätt att inse det ekonomiska värdet i tekniken för instrumentbolagen som Biacore.

Det handlar om ett nytt angreppssätt och för bolaget gäller närmast att informera marknaden om att det finns ett nytt sätt att göra sina analyser. När det kommer till metoden för att undersöka hur transport in och ut ur en cell går till är Layerlab helt ensamma i världen om att göra det i ett biosensorinstrument och med tanke på att 50 % av alla läkemedel tas upp via cellmembranet är det en enormt stor fördel att kunna testa av läkemedelskandidater redan med en begränsad mängd protein.

Layerlab förvärvade förra året Midorion för att få två ben att stå på. Instrumentet som följde med köpet är ett biosensorinstrument baserat på elektrisk impedansmätning vilket ger en kompletterande bild till de instrument som redan finns på marknaden.

Instrumentet kommer inledningsvis att säljas med rabatt till främst akademiska institutioner för att därigenom få feedback och dessutom kunskapsspridning om dess existens genom att det används i forskning och därmed nämns i vetenskapliga artiklar.

Under 2012 räknar bolaget med att lansera en tredje, helt färdig, variant av instrumentet på bredare front.

Instrumentet kommer att vara billigare än de instrument som används idag och kommer att kunna ge en kompletterande bild till de analyser som idag görs. I vår bedömning av bolaget har vi tagit hänsyn till att det i dagsläget är behäftat med hög risk att investera i bolaget. Detta kommer ifrån att produkterna är oprövade, men allt eftersom bolaget når framgångar kommer denna risk i form av en högre diskonteringsränta att kunna sänkas och riktkursen höjas. Vi tycker att det bolagets samarbetsavtal och styrelse/ledning är två faktorer som talar till dess fördel och vår slutgiltiga bedömning blir att bolaget trots den högre risken kan vara en intressant placering för investerare som har plats över i den riskfyllda delen av portföljen.

I bilden nedan illustrerar vi hur vi uppfattar att Layerlab kommer att utvecklas under de kommande åren. Som synes så är det först under nästa år som försäljningen tar fart, men vi kommer redan under året få ett kvitto på om marknadsföringsinsatserna tillsammans med Bio-Rad och Farfield får önskad effekt.

2009	2010	2011	2012	2013
Färdigställande memLAYER Skandinaviskt fokus Marknadsföringsavtal med Farfield Testinstallationer Z-Lab	Samarbetsavtal med Bio-Rad - Global synlighet Z-Lab vidareutveckling Nya applikationer memLAYER Samarbete GE Healthcare?	Skarpt läge inleds Z-Lab Lansering version III av Z-Lab Fokus skandinavien Volymer memLAYER Fler samarbetsavtal	Volymer Z-Lab Global lansering Z-Lab? CashFlow-positivt	Stigande marknadsandelar Uppköp?
Omsättning 1 MSEK	2 MSEK (prognos)	10 MSEK (prognos)	22 MSEK (prognos)	42 MSEK (prognos)

Historik

Fredrik Höök, idag styrelseledamot i Layerlab, utvecklade år 2000 grunden till det som nu har blivit memLAYER. I ett doktorandarbete hade Fredrik 1996 varit med och lagt grunden till vad som skulle bli Q-sense, ett bolag som säljer ett biosensorinstrument för ytanalys, och idag ägs av Biolin Scientific.

Bolaget Layerlab grundades 2002 och under de första åren låg fokus på att kommersialisera innovationen och få fram ett fungerande kit. Först fem år efter grundandet kom nuvarande VD Torbjörn Pettersson in i bilden med uppgift att ta bolagets produkter till marknaden. Pettersson har sedan tidigare erfarenhet från flera startups inom biotech/medtech och har 20 års erfarenhet från arbete inom Pharmacia, huvudsakligen inom Pharmacia Biotech. Där byggde han bl. a upp verksamheten inom industriell kromatografi och hade befattningar som såväl teknisk chef som divisionschef för gruppens proteomicsgren.

2009 förvärvade Layerlab samtliga aktier i Midorion AB genom en apportemission. Verksamheten startades 2003 som en spin-off från ett forskningsprojekt på Chalmers och Göteborgs Universitet och har utvecklat det instrument som idag kallas Z1. Logiken bakom förvärvet bygger på att två bolag inom samma bransch skulle få ett extra ben att stå på och internationellt kunna stötta varandra.

Namnkunnig styrelse ger trovärdighet

Layerlab har, för ett bolag på AktieTorget, en väldigt namnkunnig styrelse med erfarenheter från såväl relevant utvecklings/försäljningsarbete som styrelsearbete från noterade/listade bolag. Framförallt har flera medlemmar erfarenhet från att kommersialisera innovationer inom områden som tangerar Layerlabs. Det är inte ofta vi ser en styrelse som på detta sätt bidrar till att sätta trovärdighet till en nyemission, men i Layerlabs fall är det många personer som sätter sitt rykte på spel och det bidrar till en positiv bedömning av bolaget.

Lock-up-avtal saknas

Huvudägare i Layerlab är Innovationsbron som efter slutförd emission kommer att äga 24,8 % av bolaget.

Innovationsbron ägs formellt av Industrifonden och staten. Normalt ser vi i listningsprospekt till AktieTorget Lock-up agreements, men ett sådant saknas här. Det står i näringsdepartementets direktiv "det är därför angeläget att Innovationsbron AB söker ta tillvara på de möjligheter till vinst eller värdestegring i de bolag som man har engagemang i". Detta kan säkert tolkas på olika sätt, men sannolikt ska det inte tolkas som att de omedelbart efter notering ska försöka göra sig av med ett 25 procentigt innehav på AktieTorget. Denna tolkning får också stöd av en skrivning i memorandumet där det uppges att "Innovationsbron fortsätter stödja Bolagets utveckling även i expansionsfasen genom att tillföra såväl kapital som kompetens".

Biosensorinstrument mäter och analyserar substanser på ytor

Marknaden för biosensorinstrument är global och under stark utveckling. Ytterst handlar det om att kunna mäta hur ett ämne eller en substans beter sig på en yta.

Uppsalaföretaget Biacore är en av de största aktörerna (ägt av GE Healthcare). Bio-Rad är även de en stor aktör liksom Fortebio. Dessa tre aktörers teknik baseras på optisk mätteknik (ytplasmaresonans).

Vidare finns det andra företag vars teknik baseras på att mäta den massa som binder sig till en viss yta. Där hittar vi bland annat Biolin (som intressant nog just nu håller på att köpa upp Farfield) och Attana. Nedan beskrivs översiktligt de olika metodernas funktion och fördelar och nackdelar.

SPR (surface plasmon resonance)

SPR använder sig av ytplasmoner, dvs. elektronvågor som uppstår mellan en metall och ett icke-ledande ämne. Oftast används guld som har goda egenskaper (t.ex. att inte gärna reagera med andra ämnen). Såväl Bio-Rad som Biacore har SPR-baserade instrument och SPR utgör 75 procent av totalmarknaden.

Waveguide

Den andra metodiken kallas Waveguide och är optiskt baserade. Instrumenten håller kvar ljus inom vissa gränser, jämför med fiberoptik. Ljusvågorna mäter förändringar och händelser i systemet och Farfield är en av aktörerna som erbjuder denna teknik.

QCM (Quartz crystal microbalance)

Analyserar och mäter med hjälp av att väga på molekylnivå. Biolin är en aktör samt även Attana.

Impedans

Impedansbaserade instrument mäter hur laddning transporteras och lagras. Det går alltså att mäta antalet molekyler och atomer som passerar genom ett membran. Med impedans kan man även mäta laddningen som finns på en given yta och på så vis veta om exempelvis ett protein har kvar sina egenskaper efter att det fästs på ytan (alternativet är att proteinet har fallit sönder och har då kvar sin ursprungliga massa men saknar de egenskaper man önskar). Impedansinstrument (som Z-LAB) kompletterar de övriga teknikerna.

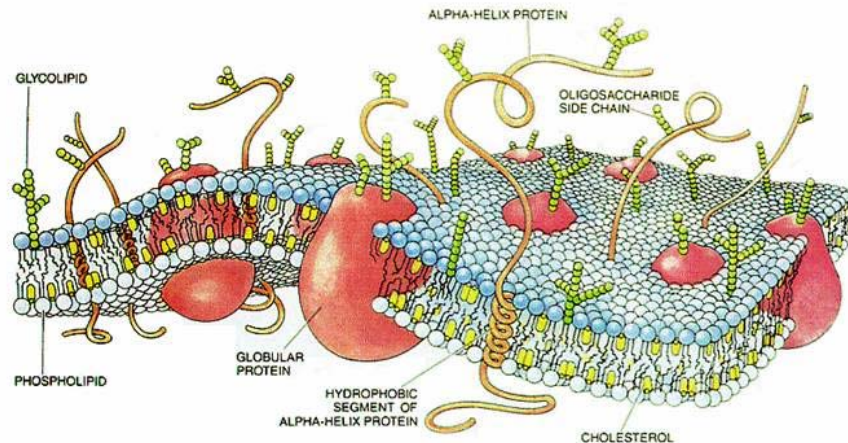
Membranproteiner skyddar och övervakar cellerna

Kroppen är uppbyggd av celler av olika slag. Det finns flera miljoner celler som har olika funktioner, t.ex. hjärnceller, hudceller, blodceller eller leverceller. Cellerna är uppbyggda av proteiner och det finns hela 23 000 olika proteiner. Varje cell har ett membran runt sig, vars funktion är att skydda cellen och se till att endast avsedda ämnen tar sig in och ut

**Impedansteknik
kompletterar övriga
tekniker**

genom membranet. Membranet består av fettmolekyler och de släpper igenom mindre oladdade molekyler, men hindrar större molekyler från att komma in. Cellerna behöver dock även större molekyler, exempelvis socker och aminosyror, och dessa transporteras in av något som kan liknas vid en pump. Pumpen består oftast av proteiner och det är dessa pumpar som benämns membranproteiner. Det är mer komplicerat att studera fetthaltiga membranproteiner än de som är vattenlösliga.

Membranet skyddar cellen och fungerar som "dörrvakt"



Cellmembran. Källa: Wikipedia

Membranproteiner transporterar och sänder signaler

Membranproteiner sitter tvärs igenom skyddshöljet (membranet) och transporterar ämnen ut och in till och från cellen. Det kan röra sig om olika näringsämnen, socker och aminosyror som cellen behöver för sin överlevnad, men även om vanligt vatten. Därutöver har de en annan funktion och det är signalering. Cellerna behöver kunna hitta varandra och känna igen "sina egna" för att kunna interagera och fungera tillsammans i kroppen.

Kundgruppen består av forskare och läkemedelsbolag som letar nya läkemedel

Idag är över hälften av de läkemedel som finns på marknaden beroende av membranproteiner så tillvida att de avgör vilka ämnen som får respektive inte får komma in i cellen. Det är alltså viktigt att veta hur membranproteiner uppför sig när man vill tillsätta eller ta bort ett visst ämne till cellen. Det forskas intensivt kring dessa membranproteiners sammansättning och beteende, men det är av förklarliga skäl svårt att forska på existerande levande celler i kroppen. Därför vill forskarna "fästa" konstgjorda celler på en yta för

Liposomer = konstgjorda celler

att kunna studera membranproteinerna, och det är här som Layerlabs produkter kommer in i bilden. Dessa konstgjorda celler kallas för liposomer och eftersom membranen är fettlösliga behöver även liposomerna vara det.

Time-to-market är en klar fördel gentemot existerande metoder

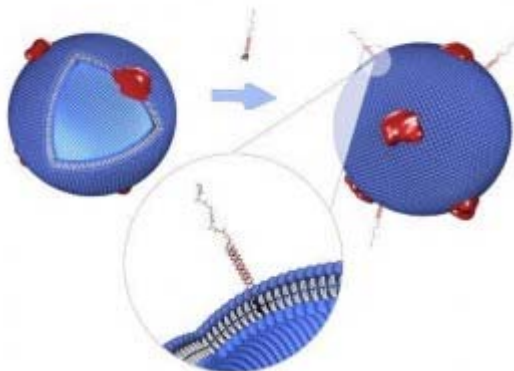
En av memLAYERS fördelar är att det behövs färre proteiner för att göra ett visst antal undersökningar, men den viktigaste fördelen som till exempel läkemedelsföretagen ser omedelbart, och även värderar i ekonomiska termer, är time-to-market. Layerlabs analyskit ger ett nyckelfärdigt kit av liposomer (konstgjorda celler) där användaren kan börja analysera omedelbart utan att behöva gå igenom processen av att ta fram kloner, odla proteiner, rena cellerna etc. Vi talar om tidsbesparingar på i många fall flera månader, och var och en kan enkelt inse värdet av detta när vi talar om en ständigt ökande komplexitet när det kommer till gäller läkemedelsutveckling. Utöver detta finns en aspekt vars betydelse ökar och kommer säkerligen fortsätta att öka. Genom att använda liposomer kan antalet djurförsök begränsas. Användarna har i förväg screenat ut de proteiner som saknar rätt funktionalitet och kvar återstår ett mindre antal som behöver testas på djur.

Det finns uppskattningsvis 4-5000 biosensorinstrument världen över och enligt ledningens uppskattning bör 20-30 procent av dessa vara intresserade av att använda Layerlabs produkter.

Förkortar utvecklingstiden

memLAYER fäster proteinerna till en yta

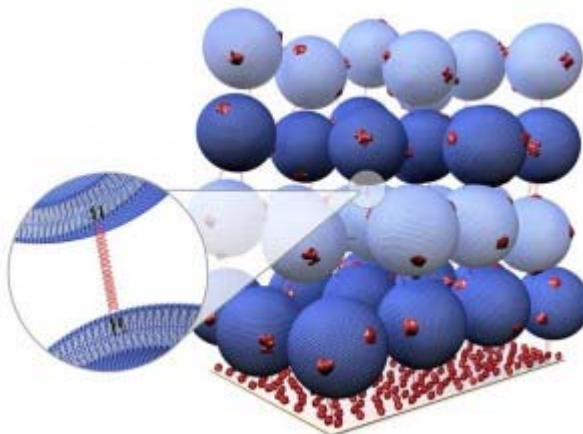
Enkelt uttryckt gör memLAYER så att liposomerna med membranproteinerna fäster (immobiliseras) vid en yta så deras funktion och beteende kan studeras (något som är svårt eller omöjligt om de tillåts "flyta omkring"). Kortfattat tillhandahåller Layerlab verktyg som underlättar analys av nya läkemedelskandidater.



Liposomer (blå bollar) fästs vid en yta med hjälp av kolesterolprober. Källa: Layerlab

Flera lager ger mätbarhet

Vi antar ett exempel där användaren vill studera hur en substans beter sig, eller för den delen hur membranproteinet uppför sig vid tillsats av substansen. Vidare antar vi att substansen har en massa på 10 massaenheter och själva membranproteinet har en massa på säg 100 000 enheter. Vi talar då om så små enheter att $10/100\ 000$ inte går att detektera. Om man däremot kopplar samman flera lager och kommer upp i större totala massaenheter kan detektering ske med hjälp av att exempelvis 4-faldiga lager ger 40 massaenheter substans, och den går att upptäcka och analysera. Denna teknik är patentsökt.



Liposomer i flera lager. Källa: Layerlab

**Möjligheten att mäta
flera lager är en
konkurrensfördel**

Sensorer och nanoLAYER kan ge merförsäljning men förmodligen ytterst marginellt

SPR Sensors är chip som kan användas i analysinstrument sålda av Biacore (numera ägt av GE Healthcare). Chipen räknas till förbrukningsartiklar. nanoLAYER är en teknologi som innebär att man kan guldbelägga nanopartiklar och skapa ytor med kontrollerad nanostruktur. Vi ser dessa områden som intressanta men väljer att tillsvidare inte påräkna något väsentligt bidrag till bolagets intäkter eller resultat. Förhoppningsvis får vi anledning att återkomma och revidera våra antaganden.

Intensiv forskning och stora anslag

Inom just biomembranforskning pågår en febril aktivitet, och styrelsen bedömer att den delen växer kraftigt. Smallcap.se instämmer och konstaterar bland annat att Stiftelsen för Strategisk forskning tidigare har gett 45 MSEK till SBC (Stockholm Bioinformatics Center). Även EU är aktiva bidragsgivare inom området. Ett annat exempel på det växande intresset är det faktum att Sverige storsatsar på Life Science. I ett pressmeddelande från november 2009 kan man läsa följande:

"Företrädare för två städer, ett landsting, tre universitet och näringslivet har kommit överens om att gemensamt satsa på att utveckla Karolinska-Norra Stationsområdet till världens främsta område för life science. Fram till 2025 kommer minst 50 miljarder kronor att investeras i området, vilket gör satsningen till den största investeringen i Sverige någonsin".

Bakom satsningen står bland annat Stockholm Stad, KTH, Karolinska Institutet och Stockholms Universitet. Vi drar inga större växlar på detta men konstaterar att det för ett litet framåtsträvande bolag är lättare att växa och frodas i ett land där mycket forskning och satsning sker.

Malariastudier – konkret applikation som kan ge uppmärksamhet

Varje år drabbas 300-500 miljoner människor av malaria och av dessa dör ca 2 miljoner av sjukdomen som orsakas av en parasit som överförs av malariamyggan. Parasiten har börjat utveckla resistens mot befintliga läkemedel vilket gjort att det krävs ett nytänkande för att komma till bukt med de enorma problemen. Ett sätt att försöka komma åt parasiten

Sverige erbjuder en bra miljö för Life Science-företag

är via dess membranprotein som kallas aquaporin. Dessa proteiner ser till att vatten och andra små molekyler snabbt kan transporteras över membranet och upptäckten av aquaporin har tilldelats Nobelpriset.

I ett forskarsamarbete mellan Chalmers och Göteborgs Universitet har Layerlabs teknologi använts för att studera transporten över biologiska membraner som förmedlas av malariaparasitens aquaporin. Resultaten från projektet har skickats in för publikation i tidskriften Biophysical Journal. En screening av ett antal potentiella läkemedelskandidater riktade mot malariaparasitens aquaporin har inletts. Traditionella metoder har inte den känslighet som Layerlabs metod har och framförallt går det åt betydligt mer protein. Att framställa dessa proteiner är en dyr och tidskrävande process och uppskattningen är att åtgången av protein minskar tusenfalt vilket naturligtvis minskar kostnaderna för studierna.

Om malariastudien uppmärksammas internationellt är det ett bra sätt att visa andra forskare runt om i världen att det ny finns en ny metod att använda sig av. Något som kan vara väl så mycket värt som att vara representerad på mässor och konferenser.

Layerlab presenteras på mässor och konferenser under året

Under året kommer flera stora konferenser (proteinkonferenser) att hållas. Nyligen hölls en konferens i Australien (Lorne) där Bio-Rad presenterade memLAYER tillsammans med deras instrument, i USA kommer också PEGS (Protein Engineering Summit, där Bio-Rad är en av sponsorerna) att gå av stapeln 17-21 maj. Närmast till hands ligger SBS som hålls i Arizona 11-15 april där Layerlab kommer presentera memLAYER tillsammans med Bio-Rad Laboratories. Man kommer även att presentera ytterligare information om aquaporinernas funktion i malariaparasiten. Det finns även flera andra mässor och konferenser och den intresserade kan läsa mer på www.genengnews.com.

Z-LAB biosensorinstrument med impedansmätning

Utöver memLAYER, som Smallcap ser som det viktigaste området för tillfället för Layerlab, finns ett några fler produktområden (varav SPR sensors samt nanoLAYER finns

memLAYER ger högre känslighet och lägre proteinåtgång

Samarbetet med Bio-Rad intensifieras

presenterade ovan). Ett fåtal exemplar av bolagets impedansbaserade biosensorinstrument Z-LAB finns utplacerade i Sverige för vidareutveckling tillsammans med kund (forskare alternativt läkemedelsföretag).

Det handlar om viljan att mäta hur proteiner binder sig till ytor, och den kunskapen är viktig till exempel när ett implantat ska opereras in i kroppen. När ett protein fäster in på ytan (och alltså inleder processen med att fästa implantatet) är det avgörande för immunförvarets reaktion huruvida proteinet behåller sin struktur, eller om det faller sönder. Faller det sönder och mister sin tredimensionella struktur kan följderna bli att implantatet stöts bort. Följderna för detta är självfallet allvarliga oavsett om det rör sig om en höftledstransplantation eller en levertransplantation.

z-LAB kompletterar existerande instrument

De instrument som idag analyserar proteiners förmåga att binda sig till ytor är baserade på antingen optiska eller akustiska mätprinciper. Dessa metoder kan på ett bra sätt visa hur proteinerna fäster till ytan, MEN kan inte mäta proteinets strukturförändring, dvs. om proteinet behåller sin 3D-struktur. Med hjälp av z-LAB kan forskarna även mäta ytans uppladdningsförmåga, och därav dra slutsatser kring ev. sönderfall.

z-LAB är alltså ett instrument som kompletterar existerande mättekniker. Detta är något som Smallcap.se ser som en viktig faktor för bolaget, då ett konkurrerande instrument skulle kunna inverka menligt på försäljningen av memLAYER (som ju kan användas i existerande system).

Kommersialisering av z-LAB kräver starka partners

Smallcap.se vill poängtera det faktum att vi här beskriver ett bolag som går från en ren forskarmiljö, till att utvecklas till ett vinstdrivande bolag. Det ställer en del krav på investorererna såsom långsiktighet och tålamod. z-LAB kan mycket väl bli en intressant produkt ämnad för världsmarknaden men det är en bit kvar innan Layerlab är där. Om testerna och utvecklingen går som den ska håller vi för troligt att instrumentförsäljningen skulle må bra av att skötas av någon annan än Layerlab. Det vanliga är ju t.ex. att stora bolag med breda portföljer sköter marknadsföring och försäljning av produkter inom liknande segment (jämför t.ex. Bio-Rad eller GE Healthcare). Det öppnar möjligheter

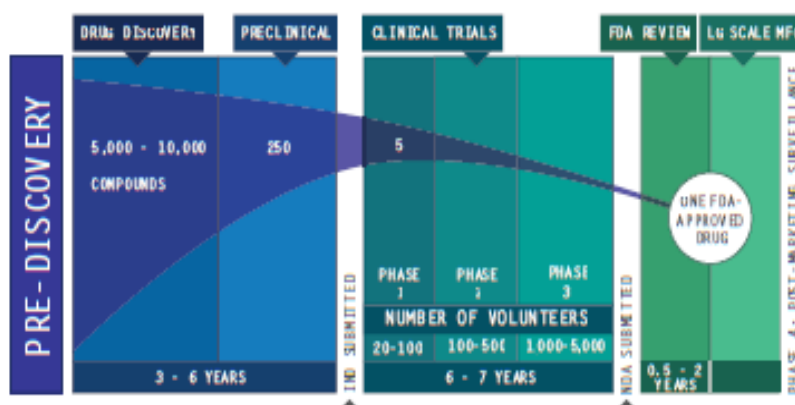
Instrumentutveckling tar tid och kräver stort tålamod

för Layerlab att licensiera ut eller sälja instrumentdelen. Det ska bli spännande att följa utvecklingen och nya samarbetsavtal ska inte uteslutas, kanske redan under innevarande år.

Flera olika marknader - biosensorer är gemensam nämnare

Läkemedel är "big business". I läkemedelsbranschen är uttrycket tid är pengar i allra högst grad en sanning och den aktör som kan vara med att effektivisera screeningprocesser och på det sättet förkorta ett läkemedels tid till marknaden har goda möjligheter att tjäna pengar. Kostnaderna för att utveckla nya läkemedel är mycket stora, enligt branschorganisationen PhRMA i genomsnitt 1,3 miljarder USD, och 30-40% av den investeringen sker i preklinisk fas. Endast ca 20 % av alla läkemedel genererar över sin livstid intäkter som täcker forsknings- och utvecklingskostnaderna.

Långa ledtider vid läkemedelsutveckling



Schematisk figur över läkemedelsutveckling med avseende på tid och utvärdering av substanser. Källa: PhRMA

Marknaden för laboratorieutrustning kan definieras på olika sätt. I en bredare definition kan sägas att det finns runt 200 000 laboratorier i världen som använder sig av analysinstrument och att denna marknad är värd ca 30 000 MUSD. Denna marknad är dock inte i sin helhet adresserbar för Layerlab och bolagets styrelse gör bedömningen att det i ca 10 % av dessa laboratorier bedrivs verksamhet där det skulle vara intressant att använda biosensorinstrument och att det idag finns runt 4 500 biosensorinstrument installerade runt om i världen. Dessa instrument är generellt dyra och det finns goda möjligheter för nischspelare att ta sig in om de kan erbjuda bra pris/prestanda.

Växande bas av installerade biosensorinstrument

Till biosensorinstrumenten används provberedningar, s.k. kit, en marknad som enligt styrelsen är värd ca 600 MUSD och den del som är inriktad mot membran och därmed intressant för Layerlab är snabbt växande och idag värd runt 30 MUSD.

Nya applikationer och användningsområden tillförs

Layerlab har också för avsikt att utveckla specifika analyskit och metoder för säkerhetstestning av läkemedel. Bolaget räknar med att lansera en första applikation för störningar i hERG-kanalen i hjärta. Kanalen finns i hjärtats muskelceller och blockering av denna kanal kan leda/leder till plötslig död.

Det är därför viktigt att på ett tidigt stadium kunna sortera bort läkemedelskandidater som riskerar blockera denna kanal. Alternativet, att upptäcka det i ett senare stadium i en dyr forskningsprocess, kan vara väldigt kostsamt. Bolaget gör bedömningen att det årligen görs ca 500 000 tester av detta slaget och att deras metod skulle kunna ta en del av marknaden som värderas till över 125 MSEK.

Konkurrenter finns men inte med samma teknikhöjd

Något som smallcap.se finner anmärkningsvärt och som i allra högsta grad validerar Layerlabs teknologi är att potentiella konkurrenter de facto marknadsför deras produkter. Layerlab har unika produkter som inte direkt konkurrerar med någon, men som tangerar och framförallt kompletterar konkurrenternas utrustning.

Den största aktören inom biosensorer, Biacore, äger en stor del av marknaden och förutom själva instrumentet har de också valt att framställa egna analyskit för användning i instrumenten. De har en yta där det går att fästa liposomer, men de har ingen teknologi som klarar av att bygga i flera lager eller metodologi för att studera transport på det sättet som man kan göra med memLAYER. memLAYER fungerar i Biacores instrument och utökar funktionaliteten på detsamma.

Konkurrenterna Biorad och Farfield har valt att se till den ökade funktionaliteten när de marknadsför memLAYER snarare än att se det som konkurrens och eftersom memLAYER fungerar i Biacores instrument vare sig de vill det eller inte skulle det inte vara någon större överraskning om Biacore också började marknadsföra Layerlabs produkter.

Screening av läkemedel är tidsödande och kostsamt

Studie av transport och möjligheten att bygga flera lager är viktiga konkurrensfördelar

**Ingen partner har idag
exklusivitet**

En väldigt intressant situation uppstår såklart om någon aktör vill ha ensamrätt till den utökade funktionaliteten och beslutar sig lägga ett bud på Layerlab. Layerlab erbjuder idag sitt kit på licens utan exklusivitet men vid ett bud skulle köparen kunna hålla licensen för sig själv. Förvärv är en viktig tillväxtkomponent för instrumentmarknadens dominanter som GE och Bio-Rad. I angränsande branscher förefaller förvärvsviljan ha ökat, ett exempel är Merck Ag:s bud på analysinstrumentbolaget Millipore värt sex miljarder dollar. Ännu mer närliggande är Biolin Scientifics köp av Layerlabs partner Farfield. Drivkrafter är att marknaderna för finansiering har tillfrisknat, samtidigt som många mindre bolag känner behov av finansiellt starka ägare i ett fortsatt osäkert och föränderligt konjunkturläge. Även en snabb teknologisk utveckling och något som verkar vara en snöbollseffekt av att kunder inom läkemedelsindustrin konsoliderar ökar trycket på leverantörer och utrustningstillverkare att stärka sina positioner.

När det kommer till Layerlabs patentsökta metod för analys av transport in och ut ur en cell i biosensorinstrument finns det såvitt bolaget känner till inga konkurrenter i dagsläget.

Avseende screening av jonkanaler finns det andra metoder som enligt bolaget är mindre flexibla och dessutom ingår i större analysystem. Bolaget tror sig här, när metoden är färdigutvecklad, kunna attrahera ett annat kundsegment som uppskattar enkelheten

Immateriella rättigheter

Att säga att ett företag som Layerlab står och faller med sina patent är ingen överdrift. Bolaget har konkurrenter med långt större resurser och om de inte hade möjlighet att skydda sin teknologi skulle de snart bli frånsprungna. Patentstrider är ett inte helt ovanligt inslag i läkemedelsindustrin och därtill berörda branscher inklusive instrumentmarknaden och t ex har både Biacore och Bio-Rad varit inblandade i patentmål. Bolaget har i skrivande stund fem patentansökningar inlämnade mellan 2004-2009, bl. a gällande metoder att immobilisera och binda liposomer och att studera molekyltransport över membran. Patenten är sökta på en internationell basis och ägs till fullo av Layerlab. Smallcap.se har ingen möjlighet att bedöma möjligheten till godkännande utan måste här helt lita på företagets bedömning att patenten kommer att godkännas och utgör ett bra skydd.

Beroendet av offentliga anslag både möjlighet och risk

En stor del av kunderna är beroende av offentliga anslag för sina forskningsbudgetar vilket innebär en indirekt politisk risk. Layerlab har ett starkt kontaktnät inom den akademiska världen och en stor andel av den potentiella kundbasen kommer sannolikt att återfinnas här. På kort sikt gynnas dock instrumentindustrin av ökad efterfrågan till följd av att offentliga anslag ökat som en del i finanspolitiska stimulanspaket inte minst i USA. Enligt Bioinformatics har detta bidragit till att forskningsbudgetar ökat med 4-5% främst inom den akademiska världen. Däremot kan det finnas en risk för en viss svacka i investeringarna om och när anslagen dras tillbaka.

Ytterligare kapitalanskaffning sannolik

Koncernen har begränsade finansiella resurser och det är därför viktigt att den pågående nyemissionen blir framgångsrik för att Layerlab ska kunna kapitalisera på sina samarbeten och kunna ta de första stegen i en marknadsetablering. Kassaflödet lär vara negativt såväl i år som nästa år och högst sannolikt kommer en ny kapitalanskaffning att behöva genomföras under 2011 vilket också påpekas i prospektet. För att detta ska ske till en gynnsam värdering är bolaget beroende av att under kommande 1-2 år kunna påvisa framgångar vad gäller samarbete, orderingång och produktutveckling. Under 2012 spår bolaget att ett positivt kassaflöde uppnås.

Layerlabs framtida framgångar kommer att vara beroende av att bolaget kan satsa tillräckligt på forskning och utveckling. Detta kommer sannolikt att bli en betydande kostnadspost för bolaget. I prospektet lämnas en uppskattning att 20 MSEK har investerats i bolaget vilket nog snarast är en underskattning. MemLAYER är dock en färdigutvecklad produkt i dagsläget vilket minskar forskningsbehovet på kort sikt.

Prognos - Färdiga produkter, partners och stark underliggande marknadstillväxt ger ljusa utsikter

Bolaget har ägnat mycket tid och resurser åt att utveckla analysmetod och instrument och kommer nu att gå in i ett skede där marknadsbearbetning är i fokus. Med hjälp av Bio-Rad och Farfield snabbas förhoppningsvis detta arbete upp åtskilligt och det är en stor fördel att tidigt få kanaler som når internationellt. Samtidigt finns ingen exklusivitet i dessa samarbeten och inte heller några garantier. Innevarande år

Ytterligare emission sannolik

Internationell lansering är en förutsättning för framgång

kommer troligen att präglas av blygsam försäljning byggt på ett antal mindre och förhoppningsvis strategiska ordrar. Bolaget bedömer att försäljningen i absoluta tal ska ta fart på 3 års sikt och målet är nå positivt kassaflöde 2012 och att omsätta 50 MSEK om fem år. Vi bedömer att dessa är rimliga scenarion även om det givetvis kan gå såväl fortare som något trögare.

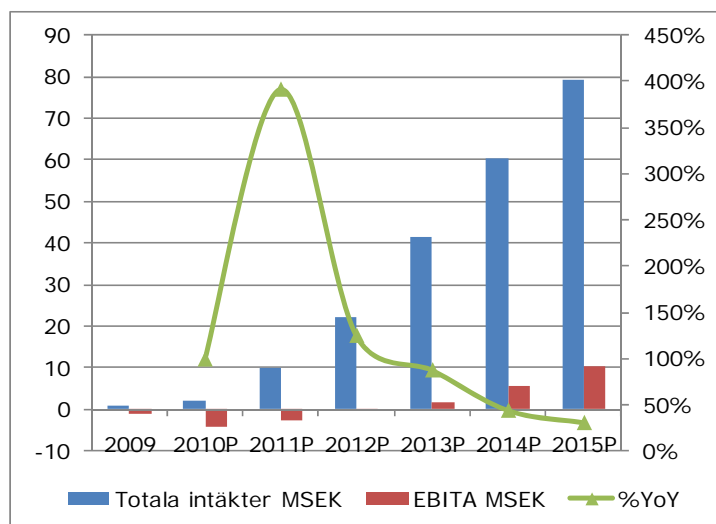
Marknaden för proteinanalysutrustning uppgår till ca 3 Mdr USD och har en tillväxttakt på drygt 5 % (källa Qiagen). Provberedningssegmentet uppgår till omkring 20 % av detta varav membranteknologi i sin tur utgör ungefär 1 %.

Hög tillväxt för membrananalys

Eftersom membranproteiner utgör 25-30% av cellens proteiner förefaller det rimligt att anta att membranteknologi kan nå en motsvarande användningsgrad på proteinanalysinstrumenten. Om detta sker över säg en period om sju år motsvarar det en genomsnittlig årlig tillväxttakt på över 30 % för detta segment.

I vår prognosmodell räknar vi med att MemLAYER i sin tur når en marknadsandel på ca 20 % av denna provberedningsmarknad mätt i antal instrument där membranproteinanalyser genomförs. Till detta kommer försäljning från andra produkter som impedansinstrumentet z-LAB, vi räknar dock med att memLAYER kommer utgöra lejonparten omsättningsmässigt.

Rörelsemarginalen för framgångsrika bolag verksamma inom bioteknikutrustningsmarknaden förefaller variera mellan ungefär 10 och 20 % där timingen av större utvecklingsinsatser får stor inverkan. Vi anser det rimligt att anta att Layerlab skulle kunna uppåt 15 % marginal under förutsättning att bolaget kan nå tillräckliga volymer, uppskattningsvis 100 MSEK i omsättning. Detta ligger naturligtvis en bit bort men är i våra ögon ett fullt rimligt scenario under andra halvan av detta årtionde. Som en jämförelse är detta vad Biolin omsatte under 2009 inom vetenskapliga instrument.



Prognos för omsättning, tillväxt och rörelseresultat (EBITA). Källa: Smallcap

Värdering: Tidig fas i het marknad ger ett gott uppvärderingsutrymme för den riskvillige

Bolag inom analysinstrumentbranschen värderas högre än börsen i genomsnitt. En hög och förhållandevis stabil marknadstillväxt under de senaste åren bidrar sannolikt samtidigt som och behovet av teknisk utveckling är stort och utsikterna ljusa. Detta gör samtidigt många bolag till uppköpskandidater.

Bolag	Kurs	PE 10P	EV/Sales 09
Bio-Rad	96,7	19,7	1,9
Thermo Fisher	48,5	14,3	2,2
Qiagen	22,1	23,7	5,3
Biolin	10,7	39,4	2,8
<i>Snitt</i>		<i>24,3</i>	<i>3,1</i>

Källa: Bolagsdata, Barrons online och Smallcaps beräkningar

Ett PE-tal på 15-20 eller en värdering på 1,5-2 gånger försäljningen ser knappast ut att vara i överkant i en branschjämförelse. När Layerlab en omsättning på 50 MSEK inom en femårsperiod borde bolaget därför vid den tidpunkten åtminstone kunna värderas till 75 MSEK. Det motsvarar ett börsvärde idag på ungefär 40 MSEK med ett avkastningskrav på 15 %.

Detta är i linje med eller något över det motiverade värde vi beräknar genom en kassaflödesvärdering:

DCF-värdering					
Riskpremie	5,50%	Tillväxt prognosperiod 09-18	68%	Företagsvärde MSEK	29
Betavärde	2,20	Långsiktig tillväxt	5%	+ rörelsefrämmande tillgångar MSI	7
Risikfri ränta	3,50%	Långsiktig marginal	12,5%	- räntebärande skulder MSEK	1
Företagsränta		NPV Prognosperiod MSEK	1	Aktieägarvärde MSEK	35
WACC	15,60%	NPV Stabil period MSEK	28	Aktieägarvärde per aktie SEK	9,59

Antaganden om diskonteringsränta får en stor betydelse: +/- 1 % slår +/- 6 MSEK på värdet enligt modellen, givet oförändrade antaganden i övrigt. I takt med att försäljningen kommer igång bör det vara motiverat med ett lägre avkastningskrav.

Utifrån våra prognoser och värderingsansatser bedömer vi alltså att det finns ett tydligt utrymme för uppvärdering, mellan 40 och 60 procent från introduktionspriset.

Slutsats

Layerlabs produkter är komplicerade för att uttrycka sig milt. De rör sig i forskningens absoluta framkant och det krävs en hel del kunskaper för att bara översiktligt förstå vad det rör sig om. Men kanske är det inte nödvändigt att förstå produkterna i detalj för att ta till sig bolaget som en investering. Kanske kan det räcka att titta på de indicier som finns:

- Layerlab hjälper läkemedelsbolag att snabbare få produkter till marknaden genom en unik metod som idag har bäring på 50 % av alla existerande läkemedel
- Bolaget har lyckats teckna återförsäljaravtal med två bolag, varav det ena är nummer två på marknaden, som utan ersättning kommer att marknadsföra deras produkt.
- En namnkunnig styrelse sätter sitt rykte på spel
- Värdering vid emission ligger i linje med eller under vad som redan har investerats i bolaget.

Enligt våra värderingsmodeller som förvisso till viss del bygger på företagets egna förväntningar är bolaget till och med undervärderat och vår bedömning är att Layerlab har stora möjligheter att köpas upp av en större aktör. Det kommande året blir sannolikt en fingervisning om huruvida marknaden är redo för Layerlabs produkter.

**Teknikhöjden validerad
via partners**

Vi räknar med en relativt lång startsträcka, men att det längre fram kommer att bli riktigt hög tillväxt. I vanlig ordning måste den hugade spekulanten vara medveten om att det rör sig om hög risk och att bolagets planer kan komma att försenas. Smallcap tycker trots detta att Layerlab är tillräckligt intressant för investeraren med tålamod.

RESULTATRÄKNING (MSEK)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Nettoomsättning	1	2	10	22	42
<i>Förändring</i>		100%	391%	125%	88%
Övriga rörelseintäkter					
Rörelsens kostnader	-2	-6	-11	-20	-37
Bruttoresultat	-1	-4	-2	2	5
Avskrivningar		-1	-1	-2	-3
Rörelseresultat	-1	-4	-3	0	2
Räntenetto	0				
Övriga finansposter					
Intressebolag					
Minoritetsintresse					
Resultat före skatt	-1	-4	-3	0	2
Full skatt				0	0
Redovisat resultat efter skatt	-1	-4	-3	0	1
Våra justeringar efter skatt					
Justerat resultat efter skatt	-1	-4	-3	0	1
Rörelsemarginal	-101,0%	-214,1%	-25,7%	-0,6%	3,9%
Fullskattesats				28%	28%
Räntabilitet justerat eget kapital	-47%	-89%	-49%	-3%	27%
Räntabilitet sysselsatt kapital	-28%	-72%	-28%	-1%	14%
KASSAFLÖDE (MSEK)					
	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Kassaflöde före förändring i rörelsekapital och investeringar	-1	-4	-2	2	4
Minskning/ökning i rörelsekapital	2	-3	-3	0	-3
Kassaflöde före investeringar	1	-7	-4	2	1
Investeringar i maskiner, fast. mm		-1	-1	-2	-3
Övriga investeringar, netto					
Kassaflöde efter investeringar	1	-8	-5	0	-2
Utdelning					
Nyemission	2	7			
Förändring i nettoskuld	3	0	-5	0	-2
Självfinansieringsgrad	█	-1402%	-446%	101%	42%
Investeringar/Fakturering	█	25,0%	10,2%	9,0%	7,2%
Investeringar/Avskrivningar		100%	100%	100%	100%
BALANSRÄKNING (MSEK)					
	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Likvida medel	1	1	1	1	1
Ej räntebärande omsättningstillgångar	0	1	4	6	10
Varulager					
Goodwill	6	6	6	6	6
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	7	8	11	13	17
Ej räntebärande skulder	3	0	1	2	4
Räntebärande skulder	1	1	7	7	8
Konvertibla förlagslån					
Minoritetsandel					
Eget kapital	3	6	4	4	5
Summa skulder & eget kapital	7	8	11	13	17
Varulager/Fakturering					
Rörelsekapital/Fakturering	-146%	25%	35%	15%	15%
Räntebärande nettoskuld	0	0	6	6	7
Nettoskuldsättningsgrad	1%	2%	145%	148%	149%
Soliditet	45%	82%	34%	30%	28%

PER AKTIE (SEK)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Årsslutkurs	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
<i>Förändring</i>	█				
Börsvärde (MSEK)	17	25	25	25	25
Genomsnittligt antal aktier (miljone)	2,56	3,66	3,66	3,66	3,66
VPA (full skatt)	-0,43	-1,17	-0,69	-0,03	0,32
<i>Förändring</i>	█	171%	-41%	-96%	-1285%
P/E-tal (full skatt)	-15,6	-5,8	-9,8	-250,0	21,1
P/S-tal	17,31	12,37	2,52	1,12	0,59
EBIT-multipel	-17,2	-5,8	-12,0	-220,6	19,7
Kassaflöde per aktie e inv	0,33	-2,08	-1,51	0,00	-0,48
Kurs/Kassaflöde e inv.	20,5	-3,3	-4,5	1430,4	-13,9
JEK	1,3	1,7	1,1	1,0	1
<i>Förändring</i>	█	37%	-40%	-3%	31%
Räntabilitet JEK	-47%	-89%	-49%	-3%	27%
Kurs/JEK %	529%	387%	640%	657%	501%
Substansvärde	1	2	1	1	1
Kurs/Substans	529%	387%	640%	657%	501%
Utdelning					
<i>Förändring</i>	█#####	█#####	█#####	█#####	█#####
Direktavkastning %	█				
Utdelning/VPA					
Utdelning/JEK					

Ansvarsbegränsning

Detta analysmaterial är en del av tjänsten Uppdragsbevakning. Tjänsten innebär att Smallcap.se för bevakningen erhåller ekonomisk ersättning från det analyserade bolaget. Allt analysmaterial som publiceras på Smallcap.se är oberoende, vilket innebär att bedömningar och slutsatser inte påverkas av att Smallcap.se erhåller ekonomisk ersättning från det analyserade bolaget.

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Smallcap.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Smallcap.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Smallcap.se/Smallcap.se AB

Disclaimer

Smallcap.se är en oberoende aktör som ägs av Smallcap.se AB. Fokus ligger på analys av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Smallcap.se strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Smallcap.se:s ställning som oberoende. Smallcap.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Smallcap.se:

-annonsering via banners och utskick

-Uppdragsbevakning, Uppdragsbevakningen är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Smallcap.se

Smallcap.se:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Smallcap.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys. Eget innehav uppdateras löpande och finns tillgängligt på Smallcap.se

Smallcap.se lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Smallcap.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Smallcap.se tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov. Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Smallcap.se analyserar. Kunden bör därför endast beakta Smallcap.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Smallcap.se försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Smallcap.se att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Smallcap.se prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias. Smallcap.se friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Smallcap.se.

Material publicerat på/av Smallcap.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.