

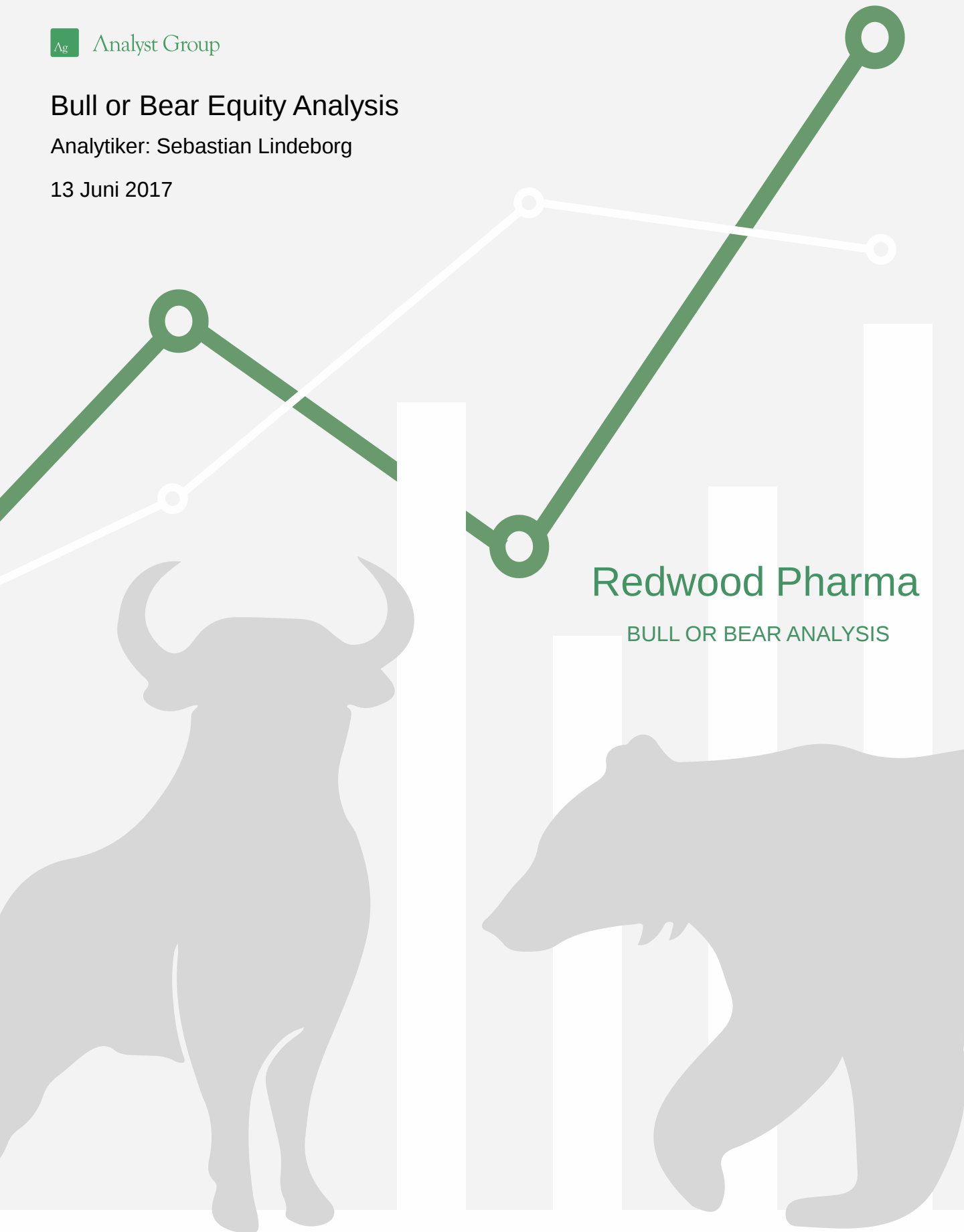


Analyst Group

Bull or Bear Equity Analysis

Analytiker: Sebastian Lindeborg

13 Juni 2017



RedwoodPharma



Värdedrivare



Historisk Lönsamhet



Risk



Ledning & Styrelse

- » **Nyemission säkrar finansiering inför fas-II studier.** Sedan Redwood Pharma noterades på AktieTorget 2016, har utvecklingen av bolagets läkemedelsprojekt RP101 skett planerligt. Genom aktuell nyemission säkras finansiering för slutförande av fas II-studier som väntas påbörjas Q4 2017.
- » **Förvärvade rättigheter ökar sannolikheten för framgångsrika kliniska studier.** RP101 består av en aktiv substans som har visat positiv data i två fas II-studier, samt en hydrogel som kontrollerar hur den aktiva substansen transporteras till ögat. Den positiva datan ökar sannolikheten för goda resultat samt effektiviserar processen vid kommande kliniska studier av RP101.
- » **Potentiellt höga marknadsandelar på marknad värd 2,6 mdUSD 2020E.** Den globala marknaden för torra ögon estimeras vara värd 2,6 mdUSD 2020E, och med avsaknad av bra behandlingsmetoder finns potential för att vinna stora marknadsandelar.
- » **Potentiell hög uppsida vid framgångsrika fas II-studier.** Givet bolagets i dagsläget låga värdering indikerar vår riskjusterade nuvärdesvärdering en hög uppsida. Även vid en jämförelse av alternativinvesteringar finns potential för en uppvärdering.
- » **Risk i optionslösen och odiversifierad produkt-portfölj.** Givet en burn rate om ca 3,5 MSEK/kvartal tros optionslikviden från TO2* krävas för slutförande av fas II-studier. Vidare har bolaget endast en läkemedelskandidat vilket ökar riskprofilen.

ANALYTIKER	
Sebastian Lindeborg	sebastian.lindeborg@analystgroup.se
AG Equity Research AB	
Riddargatan 35	
114 57 Stockholm	
Adress	
Hemsida	www.analystgroup.se
REDWOOD PHARMA	
Aktiekurs	3,60 SEK
v. 52 högsta / lägsta	12,80 / 3,51
Antal aktier	8 997 899 [^]
Börsvärde (MSEK)	32,4 [^]
Nettoskuld (MSEK)	-21,9 [^]
EV (MSEK)	10,5 [^]
Sektor	Hälsovård
Lista / kortnamn	Aktietorget / REDW
Nästa rapport	2017-08-30
UTVECKLING	
1 månad	-31,43 %
3 månader	-48,57 %
1 år	n.a.
YTD	-51,02 %
HUVUDÄGARE	
Martin Vidaeus	23,28 %
Aqurat Fondkommission AB	11,17 %
Nordnet Pensionsförsäkring	8,83 %
Hans Ageland	7,61 %
Avanza Pension	7,08 %
LEDNING	
CEO	Martin Vidaeus
Styrelseordförande	Gunnar Matsson
Erbjudandet i korthet	
Pris per unit	3,30 SEK
1 unit innehåller:	1 aktie + 1 TO2
Teckningsperiod	1 – 20 juni 2017
Pre-money värdering	16,5 MSEK
Pre-money värdering – nettoskuld	6,5 MSEK
Emissionens storlek	13,2 MSEK
Eventuell tilldelning från TO	11,0 MSEK
Garanti- och teckningsförbindelser:	71 %

Värdedrivare

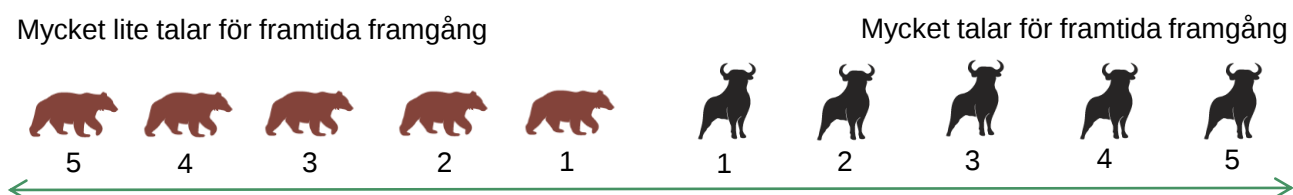


Innehåll

Investeringscase	4-5
Produkt & Konkurrens	6
Ledning	7
Styrelse	8
Bull- och Bearsценarion	9
Värdering	10
VD-intervju & betyg	11
Disclaimer	12

Förtydligande av rating

Analyst Groups "bull and bear"-system syftar till att kort illustrera hur vi ser på utsikterna för ett bolag att lyckas i framtiden. Här så vägs både historiska faktorer och händelser som ligger i framtiden in. Skalan går från bear 5, vilket är det sämsta betyget, till bull 5, vilket är det bästa. Där bear 5 innebär att det är mycket lite som talar för att ett bolag ska lyckas inom det området i framtiden, baserat på historisk data och hur detta förhåller sig till framtiden. Och bull 5 innebär således att det är väldigt mycket som talar för att ett bolag ska lyckas i framtiden, baserat på dess historik.



Bolagsbeskrivning

Redwood Pharma utvecklar produktkandidaten RP101 och *drug delivery*-systemet IntelliGel®. Bolaget riktar sig främst mot behandling av DED (Dry Eye Disease) men IntelliGel tros kunna utlicenseras för andra applikationer. Bolaget fokuserar främst på forskning och utveckling och ska därmed generera intäkter genom royaltyintäkter och milestones med större läkemedelsbolag som kan sköta produktion och distribution. Fas II-studier planeras att inledas under Q4 2017.



Investeringscase

Redwood Pharma är ett läkemedelsbolag med fokus på att utveckla en läkemedelskandidat för kronisk ögontorrhet, ett problem som idag saknar en bra behandling, samt ett drug-delivery system. Bolaget planerar att inleda fas II-studier under Q4 2017 och diskussioner förs med stora läkemedelsbolag.

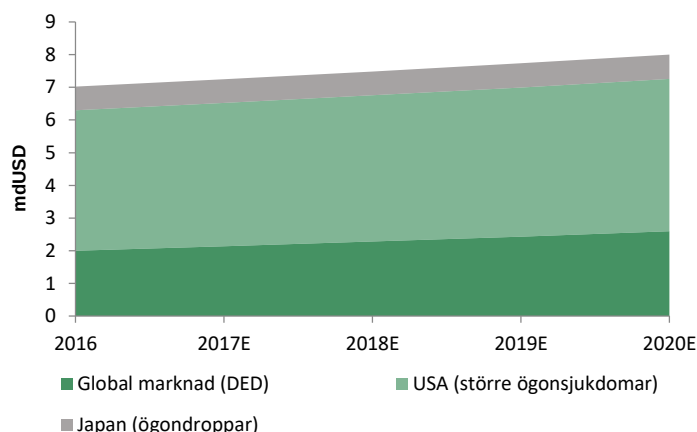
Börsnotering bidrog till accelererad produkt-utveckling. Redwood Pharma noterades juni 2016 på AktieTorget och tog i samband med noteringen in ca 15 MSEK. Likviden har bland annat använts till en accelererad forskningsprocess för läkemedelskandidaten RP101 och utvecklingen har skett planenligt. Samtidigt har *burn-rate* sedan noteringen uppgått till i snitt ca 3,1 MSEK/kvartal, vilket är i linje med 3,25 MSEK/kvartal som AG förväntade sig.

Snabbare väg till marknad med lägre risk. Redwood Pharma förvärvade 2013 rättigheterna till samtlig klinisk data gällande den kroppsegna aktiva substansen från Nascent Pharmaceuticals, som tillsammans med hydrogel-plattformen IntelliGel utgör bolagets läkemedelskandidat RP101. Två fas II-studier hade genomförts framgångsrikt men på grund av finansiella problem var Nascent oförmögna att fortsätta utveckla substansen. De i USA genomförda studierna gör att Redwood Pharma snabbare kan nå marknaden för torra ögon, då den aktiva substansen i RP101 redan framgångsrikt genomgått två fas II-studier. Dessutom minskar bolagets riskprofil signifikant, då sannolikheten för lyckade fas II och fas III-studier ökar i och med underlaget.

Viktiga patent erhållna i USA och Japan. Sedan notering har patent erhållits i USA och Japan för hydrogelkompositionen i IntelliGel-plattformen. Då bolaget potentiellt ser att licensieringssamtal kan inledas efter slutförandet av toxikologiska studier, är dessa besked viktiga för Redwood Pharma.

Om studierna är framgångsrika finns möjligheten att IntelliGel kan användas med andra ögonläkemedel för att förbättra komfort, effektivitet och eventuellt även säkerheten för patienterna. Detta är en potentiell värde drivare en investerare bör bevaka.

Både USA och Japan är stora adresserbara marknader. Marknaden för ögondroppar 2016 uppskattades av marknadsundersökningsbolaget Euromonitor uppgå till 81 mdJPY, motsvarande ca 734 MUSD per den 12:e juni. Den amerikanska marknaden värderades av marknadsundersökningsbolaget VisionGain till 4,3 mdUSD.



Potentiellt högt värde vid uppköp eller utlicensiering. Intresset för nya behandlingar mot ögonsjukdomar från de större läkemedelsbolagen har de senaste åren varit högt. Ofta handlar det om licensavtal, men även uppköp har vart aktuella. Redwood Pharma utvecklar en produkt som riktar sig främst mot kvinnor i klimakteriet som lider av DED (*Dry Eye Disease*). I Tabell 1 ges en mindre översikt av affärer som skett inom ögonsjukdomar det senaste året. Notera att alla affärer ännu inte nödvändigtvis är avslutade. Allergan och Santen tillsammans med Novartis 2015 stod för ca 82 % av de totala intäkterna på marknaden för torra ögon.

Tabell 1: Deals inom ögonsjukdomar

Köpare	Säljare	Typ av affär	År	Värde	Område	Fas vid deal
GHO Capital	Nicox	Köp av CO*	2016	26 MEUR	Glaucoma / Eye infections	Fas II / NDA
Shire PLC	Parion Sciences	Utlicensiering	2017	535 MUSD	DED	Fas I/IIa
Allergan PLC	Editas Medicine	Utlicensiering	2017	90 MUSD	Oftalmologi**	Preklinisk
Regeneron	Ocular Therapeutix	Utlicensiering	2016	315 MUSD	Wet AMD / Oftalmologi**	Preklinisk
Novartis AG	Lubris LLC	Utlicensiering	2017	n.a.	Dry eye treatment	Fas I/IIa

*commercial operations

** Oftamologi = läran om ögat och ögonsjukdomar

Investeringscase

Fas II-studier planeras påbörjas under Q4 2017. Bolaget inledde under Q1 2017 toxikologiska studier för RP101. Studien har målet att testa om IntelliGel är säker tillsammans med den aktiva substansen, som redan har dokumenterats som säker utan IntelliGel.

Vid positiva resultat kan dels fas II-studier inledas och dels IntelliGel utvärderas för utlicensering till andra substanser än RP101. Positiva resultat från in-vitro studier (celltest utanför normalt biologiskt kontext) på humana celler rapporterades 2016, vilket visade på att IntelliGel inte irriterade ögat. Resultaten får anses förbättra förutsättningarna inför kommande studier.

Strategiskt viktiga nyrekryteringar. Bolaget har det senaste året gjort ett flertal viktiga rekryteringar för att stärka organisationen inför kommande kliniska studier. Rekryteringen av Ulf Björklund som CMO (Chief Medical Officer) är meriterande med tanke på Ulfs bakgrund inom klinisk utveckling av ögonläkemedel. Även rekryteringen av Assoc. Prof. Gerhard Garhöfer vid Medical University of Vienna som medicinsk rådgivare, vars erfarenhet är extensiv inom behandling av torra ögon, talar för goda förutsättningar inför kommande kliniska studier.

Handlas till rabatt mot alternativinvesteringar. Redwood Pharma handlas under snittet av valda alternativinvesteringar. Trots att den potentiella marknaden är lägre än många jämförelseobjekt är potentialen för en hög marknadsandel god. Detta då det idag inte finns någon bra behandling till den specifika målgruppen och det segmentet Redwood Pharma inriktar sig på.

Notera att valda alternativinvesteringar är bolag med produkter som skiljer sig från Redwood Pharma och således riktar sig mot andra marknader. Vidare finns skillnader i bolagens förutsättningar att lyckas. Jämförelsen görs baserat på utvecklingsfas och bolagen som har

valts ut är alla i preklinisk eller tidig klinisk fas. Även om bolagen inte är direkt jämförbara, så skulle Redwood Pharmas värdering i förhållande till snittet för valda alternativinvesteringar visa på en potentiell uppsida.

Finansierings- och förseningsrisk föreligger. Bolaget generade under Q1 2017 negativa kassaflöden om ca 3,7 MSEK. Kostnaderna förväntas, enligt Analyst Group, öka under 2017 och uppgå till ca 3,5 MSEK/kvartal. Enligt bolaget själva kommer *burn rate* uppgå till drygt 3 MSEK/kvartal när kliniska studier inleds, se VD-intervju på sidan 11.

Givet utgående kassa efter emissionen* om 21,9 MSEK och en *burn rate* på ca 3,5 MSEK/kvartal, är Redwood Pharma finansierade till 2018/2019. Dock kommer teckningsoptioner ('TO2') utfärdas som, vid full teckning, kan tillföra ca 11,0 MSEK under oktober 2017. Detta skulle stärka bolagets finansiella position och minska behovet av ytterligare kapital. Teckningskursen för TO2 kommer uppgå till 80 % av det volymviktade genomsnittet under perioden 18-29 september 2017, dock högst 5,52 SEK per aktie. Skulle mot förmodan optionerna inte tecknas i en tillfredställande omfattning finns risk för ytterligare finansieringsbehov.

Även förseningar i kliniska studier utgör en bolags-specifik risk. Bolaget förlitar sig på en läkemedels-kandidat, även om IntelliGel eventuellt kan licenseras separat. Om de kliniska studierna drar ut på tiden alternativt att licensavtal inte träffas efter slut-förande av fas II-studier föreligger risk för ytterligare återfinansiering.

Ökande omvärldsintresse. Bolagets fokusområde har det senaste året fått allt mer intresse från omvärlden, vilket bekräftas av flera ledande branschmässors inkludering av ämnet på agendan. Redwood Pharma deltar löpande vid olika typer av evenemang och intresset bekräftas av VD Martin Vidæus vara stort för framförallt RP101, men även IntelliGel. Det stora intresset utgör en positiv indikator inför kommande licenseringssamtal.

Tabell 2: Alternativinvesteringar

	Nuvarande fas	Nästa planerade fas	MC (MSEK)	Kassa (MSEK)	Estimerad potentiell marknad (mdSEK)
Gabather	Preklinisk	Fas I (2017)	121	24	ca 125
RhoVac	Fas I/II	Fas IIb	58	19	ca 400
Toleranzia	Preklinisk	Fas I (2017)	45	13	>12
Cyxone	Preklinisk	Fas I (2018)	89	31	ca 160
Alzinova	Preklinisk	Fas I (2018)	76	24	>100
SynAct	Preklinisk	Fas I (2017)	64	21	>23
Snitt	n.a.	n.a.	69	22	n.a.
Redwood Pharma	Preklinisk	Fas II (2017)	32*	22*	>18

Produkt & Konkurrens

Idag finns det inte några läkemedel som kan hjälpa majoriteten av patienterna som lider av kroniskt torra ögon och det behövs därmed nya medicinska lösningar. Redwood Pharma ska utveckla det första läkemedlet riktat mot en grundläggande mekanism av kroniskt torra ögon hos kvinnor efter klimakteriet, nämligen hormonbrist.

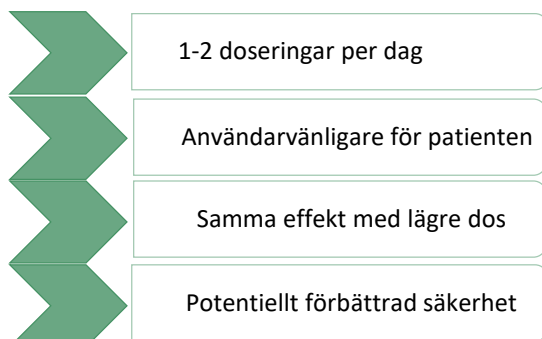
RP101

Produkten är ett resultat från förvärvet av rättigheterna till klinisk data från Nascent Pharmaceuticals. Nascent kunde, efter två fas II-studier, bekräfta både säkerhet och effektivitet för den aktiva substansen som ingår i Redwood Pharmas produkt RP101. Patientgruppen bestod av kvinnor efter klimakteriet och studien bekräftade att den aktiva substansen påverkar en grundläggande mekanism för kroniskt torra ögon. RP101 baseras dels på en kroppsegen substans och dels på hydrogel-plattformen IntelliGel som kontrollerar frisläppningen av den aktiva substansen till ögat.

IntelliGel®

I tidigare fas II-studier av Nascent Pharmaceuticals distribuerades en vattenbaserad lösning med fyra ögondroppar per dag till patienterna. Resultaten gav önskat resultat, men att patienten behövde applicera ögondroppar fyra gånger per dag var inte praktiskt lämpligt. Detta då det för patienten resulterar i lägre bekvämlighet och försämrad medicinsk effekt. Med hjälp av Redwood Pharmas *drug delivery*-plattform IntelliGel kan frisläppning av den aktiva substansen ske mer kontrollerat. I rumstemperatur har gelen samma viskositet som vatten, men omvandlas till en tjockare gel när den kommer i kontakt med ögat.

Redwood Pharmas produkt RP101 förväntas ge följande fördelar:



IntelliGel® kan bredda intäktsströmmarna. Större läkemedelsbolag söker ofta efter olika sätt att förlänga sina produkters patent när dessa hotas av nya och billigare kopior. Med Redwood Pharma's plattform IntelliGel kan bolaget hjälpa till att skapa nya produkter, vilket därmed möjliggör förlängda intäktsströmmar för dessa läkemedelsbolag. Ett samarbete skulle kunna bestå av prekliniskt formuleringsarbete och in vitro- samt in vivo-djurförsök. Med IntelliGel kan Redwood Pharma därmed bredda sina intäkter.



Aktuella produkter har begränsningar. Tidigare har USA haft det enda receptbelagda läkemedlet, Restasis, som säljs för behandling av bl.a. Sjögrens syndrom (en inflammatorisk sjukdom). Eftersom det saknas bra behandlingar för DED, så har försäljningen av Restasis ökat kraftigt då fler patienter än bara de med Sjögrens syndrom behandlas. I Europa finns nu även en motsvarande produkt, Ikervis®. Det finns därmed ett stort behov från marknaden efter nya effektivare behandlingar, både i USA och Europa. De produkter som finns idag är ofta för att behandla en specifik bieffekt eller symptom av torra ögon, exempel är *REFRESH OPTIVE* från Allergan Plc eller Xailin från Nicox, som 2016 förvärvades av GHQ Capital (se sid 4).

Flera pågående kliniska utvecklingsprogram. För närvarande driver Redwoods konkurrenter över tio fas II- och III kliniska utvecklingsprogram för behandling av olika former av DED. Redwood Pharma bedömer dock att inga konkurrerande produkter finns under utveckling som riktar sig till kvinnor och mot den underliggande mekanismen på det sätt som RP101 gör. Redwood Pharma skulle därmed kunna tillgodose detta behov.

Ledning



Martin Vidaeus
Chief Executive Officer

Aktieinnehav: 1 163 600 st (23,28 %)

Martin är en erfaren affärsutvecklare som har jobbat i mer än 20 år inom Life Science. Under 31 år i USA har han studerat och jobbat med både stora och små bolag med produkt-, utvecklings- och finansbolag inom sektorn. Under de senaste 14 åren har Martin arbetat i Sverige som marknadschef för UniTech Pharma AB, en tillverkare av biologiska läkemedel och Fill and Finish, där han hade framgångar med att knyta nyckelserviceavtal med stora och små läkemedelsbolag. Martin har jobbat vidare med mindre bolag i Sverige som t.ex. Global Genomics AB och PP Polymer AB där han lyckades ta in stöd från VINNOVA. Martin är utbildad kemiingenjör från the University of Maryland och har en MBA inom Finance och Management från Leonard Stern School of Business, New York University.



Ulf Björklund
Chief Medical Officer

Aktieinnehav: 0 st

Ulf Björklund rekryterades till Redwood Pharma september 2016 som CMO och kommer ansvara för den kliniska utvecklingen av bolagets produktkandidat RP101. Ulf har över 30 års branscherfarenhet och kommer närmst från läkemedelsbolaget Aprea Therapeutics, där han arbetade som VD. Tidigare erfarenhet inkluderar 22 års arbetslivserfarenhet inom Pharmacia, där Ulf bland annat jobbade med klinisk utveckling av Xalatan, ett ögonläkemedel som behandlar grön starr. Xalatan är idag ett mycket vanligt läkemedel mot sjukdomen och säljs i stor skala världen runt. Ulf sitter för närvarande i styrelsen för ett flertal läkemedelsbolag i utvecklingsfaser, såsom WntReserch, som utvecklar ett cancerläkemedel och TikoMed, som utvecklar en behandling för neurovaskulära sjukdomar. Ulf har en MSc i Pharmacy från Uppsala Universitet.



Hans Ageland
Chief Operating Officer

Aktieinnehav: 380 300 st (7,61 %)

Hans är COO i Redwood Pharma sedan 2012. Han har varit aktiv inom läkemedelsutveckling och projektledning under 30 års tid. Han har under denna tid arbetet med projekt inom ett antal olika områden som metabola sjukdomar, oftalmologi, kardiovaskulära sjukdomar och virologi. Hans har erfarenhet både från Sverige och USA där han under några år arbetade på Esperion Therapeutics Inc, ett bolag han var med och grundade där han var Vice President och produktansvarig. Under de senaste 17 åren har även Hans varit med och grundat 5 bolag förutom Redwood Pharma inom life science-området. Två av bolagen är baserade i USA varav ett, Esperion Therapeutics Inc, börsnoterades i USA på Nasdaq och såldes senare till Pfizer. Han har under åren även via eget konsultbolag arbetat med läkemedelsutveckling och produktion på konsultbasis för ett stort antal bolag inom och utom Sverige. Hans är civilingenjör i biokemi från KTH, Stockholm.



Peter Rooslien
Chief Financial Officer

Aktieinnehav: 0 st

Peter är CFO i Redwood Pharma sedan 2016. Han har lång erfarenhet av ledande befattningar inom ekonomi och administration. Peter har arbetat på Skatteverket, Atlas Copco, ÅF-gruppen och Office Depot Svenska AB. Han arbetar sedan 2007 som konsult i Grappa Interim Management AB samt det delägda bolaget Rooslien & Skoglund Ekonomi AB. Peter har inom ramen för konsultrollen arbetat i biotech-branschen med Biovitrum (SOBI) och Cortendo. Han är utbildad vid Stockholms Universitet, Ekonomlinjen.

Styrelse

Gunnar Mattsson

Styrelseordförande

Gunnar är styrelseordförande sedan 2016. Han har en juristexamen från Uppsala Universitet och är advokat sedan 1994. Han är sedan 1996 delägare i Advokatfirman Lindahl där hans verksamhet främst avser bolagsrätt, venture capital samt svenska och internationella avtal. Gunnar är i hög grad verksam inom läkemedel, bioteknik, diagnostik och medicinteknik. Gunnar ansvarade för Lindahls verksamhet inom Life Science under åren 2009-2014.

Antal aktier: 6 000 st.

Ingrid Atteryd-Heiman

Styrelseledamot

Ingrid är styrelseledamot i Redwood Pharma sedan 2016. Hon har många års erfarenhet inom styrelser och ledning av verksamhet med fokus inom livsmedel, läkemedel, biomedicin, life science, kvinnohälsa, finansiell service m.m. Ingrid har många års erfarenhet inom management consulting (Booz Allen & Hamilton) internationella affärer inklusive affärsutveckling inom Europa och Asien, samt arbete mot parlamentarikerna i EU parlamentet och Kommissionens tjänstemän i Bryssel m.m. Ingrid är utbildad MBA vid Uppsala Universitet (1987) och Ekonomlinjen vid Lunds Universitet 1981. Diplom Ordförande, Styrelseakademin, 2014.

Antal aktier: 5 000 st.

Bengt Furberg

Styrelseledamot

Bengt har varit styrelseledamot sedan 2016 i Redwood Pharma. Han har en MD, PhD och Docent Klinisk Fysiologi. Bengt är en expert inom klinisk forskning och har skrivit flera böcker och vetenskapliga publikationer inom ämnet. Han har 10 års erfarenhet som Medicinsk Chef för det brittiska läkemedelsbolaget GlaxoWellcome i Sverige, han satt i den svenska verksamhetens ledning och med internationella koncernens Medical Board och Safety Board. Sedan 1994 har Bengt varit medlem i Apotekar societetens Läkemedelsakademin.

Antal aktier: 1 500 st.

Insiderägande Redwood Pharma

Namn	Antal aktier	Andel
Martin Vidaeus (CEO)	1 163 600	23,28 %
Hans Ageland (COO)	380 300	7,61 %
Gunnar Mattsson	6 000	0,12 %
Ingrid Atteryd-Heiman	5 000	0,10 %
Bengt Furberg	1 500	0,03 %
Totalt	1 555 900	31,14 %

Bull- och Bearsценарion

Bull-scenario

I ett *bull-scenario* fulltecknas emissionen och samtliga TO2 löses in efter sommaren och tillför tillräcklig med kapital för att kunna genomföra fas II-studier. Med tanke på den goda utgångspunkten med tidigare klinisk data är studierna framgångsrika.

De positiva kliniska resultaten leder till avtal med en större läkemedelsproducent och RP101 licensieras. Licenstagaren tar därefter fortsatta utvecklingskostnader. Kassaflöden från royalty-intäkter och *milestones*-betalningar går till utveckling av andra produktprojekt. Detta medför att ingen ytterligare extern finansiering krävs.

På kort sikt visar IntelliGel positiv data vid toxikologiska studier. Detta leder till att plattformen utvärderas för användning i kombination med andra substanser än den som ingår i RP101. En utlicensering leder till intäkter redan 2018, vilka bidrar till att täcka bolagets utvecklings-kostnader.

I ett hypotetiskt *bull-scenario*, vilket baseras på att bland annat ovan gjorda antaganden förverkligas, uppnås 10 % marknadspenetrering med RP101. Detta innebär en toppförsäljning om ca 2,9 mdSEK. Samtidigt utlicenseras IntelliGel separat och toppförsäljningen uppgår till ca 2,0 mdSEK. Då marknadspotentialen är stor och Redwood Pharma har en till synes attraktiv produkt är även uppköp en möjlighet.

Bear-scenario

Vid ett *bear-scenario* tecknas inte TO2 i tillräckligt hög grad, vilket leder till att ingen ytterligare finansiering tillförs efter sommaren. Aktieutvecklingen och riskaversionen kan bero på ett flertal anledningar, såsom ett minskat informationsflöde från bolaget eller sämre resultat än väntat angående patent eller aktuella studier.

Trots avsaknad av finansiering från teckningsoptionerna kan det antas att fas II-studier inleds under 2017. *Burn rate* förväntas uppgå till ca 4 MSEK/kvartal efter studierna inleds, vilket leder till att ytterligare rörelsekapital krävs under 2018/2019 för att kunna slutföra studierna. Detta skulle kunna pressa kursen redan vid utfallet för teckningsoptionerna.

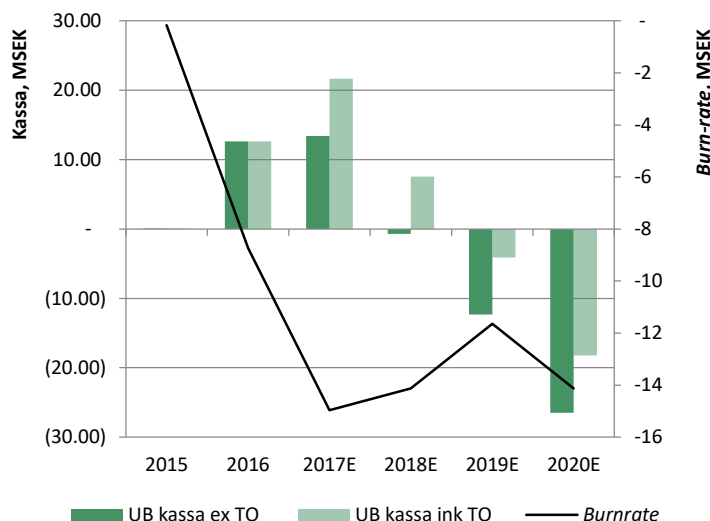
I ett alternativt *bear-scenario* slutför bolaget fas II-studier med icke tillfredställande resultat. Detta leder till att ytterligare studier måste genomföras för att kunna fortsätta utvecklingen av RP101. Detta, givet samma, alternativt högre, *burn rate* leder till att ytterligare finansiering krävs.

I ett s.k. *worst case-scenario* misslyckas de kliniska studierna. Om ytterligare refinansiering ej finns tillgänglig, eller potentiell finansiering via försäljning av tillgångar inte är möjligt eller tillräcklig, kan en omstrukturering alternativt likvidering inträffa. Sannolikheten för detta scenario bedöms dock som låg i dagsläget baserat på tillgänglig information.

Händelseförlopp *bull-scenario*



Burn rate



Värdering

Värderingen utgår från tre scenarion som bygger på olika antaganden, t.ex. gällande toppförsäljning, initial marknadsandel, maximal marknadsandel etc. Då detta är prognoser finns osäkerhetsfaktorer och skulle förutsättningarna förändras för Redwood Pharma kan det komma att påverka värderingen, positivt eller negativt.

I följande värdering har både RP101 och IntelliGel separat värderats. Detta då IntelliGel eventuellt kan licensieras separat och användas med andra substanser än den som ingår i RP101. Högst värderas dock RP101 då läkemedelskandidaten ses som unik och adresserar en marknad där den potentiella marknadsandelen är hög.

Marknaden för RP101 beräknas uppgå till 2,6 mdUSD 2020. Marknaden för DED beräknas växa med en årliga tillväxttakt (CAGR) om 7 % 2016 till 2020 och vara värd 2,6 mdUSD. I värderingsansatsen har sedan en fortsatt årlig tillväxttakt om 7 % antagits. Marknadstillväxten drivs framförallt av en åldrande befolkning, där torra ögon ofta är ett problem. Samma drivare blir även relevant för Redwood Pharmas initiala fokussegment, kvinnor i klimakteriet. Avsaknaden av en bra behandlingsmetod kan också tänkas dölja delar av marknaden, vilket gör att en lyckad lansering av en behandling exponerar en större marknad.

RP101 beräknas generera de första intäkterna 2019. Detta baseras på ett konservativt antagande om att fas II-studierna kommer ta drygt 12 månader och att licensiering sedan dröjer något. Intäkter antas sedan komma genom royalty och *milestones*-betalningar i samband med uppnådda mål, såsom slutförande av fas III-studier.

Marknaden för IntelliGel är stor men applikations-området är begränsat. Den globala marknaden för ögonsjukdomar beräknas som tidigare nämnt till 22 mdUSD. Då IntelliGel är en så kallad *drug-delivery*-plattform är potentialen i mått av marknadsandel begränsad. IntelliGel beräknas dock generera kassaflöden från och med 2018, vilket kan stödja fas III-studier och ansökan om marknadstillstånd. Värderingen påverkas till stor del baserat på hur stor marknadsandel RP101 och IntelliGel kan nå vid toppförsäljning, därtill hur lång tid det tar att nå toppförsäljning, mätt från marknads lansering. Då

dess faktorerna är osäkra har tre scenarion tagits fram, där i syfte att illustrera olika potentiella utfall. En förskjutning i tiden till toppförsäljning eller en låg uppnådd marknadsandel påverkar bolagets nuvärde negativt. Marknadsandelarna nedan avser RP101.

	Base case	Bear case	Bull case
Uppnådd marknadsandel, %	5 %	1 %	10 %
Tid till uppnådd marknadsandel, år	6	7	5

De höga marknadsandelarna för *Base case* och *Bull case* baseras på att marknaden är relativt öppen i dagsläget med bristande behandlingsalternativ. Året då marknadsintroduktion tros vara rimligt är 2021 för samtliga scenarion. Detta baserat på bland annat generella ledtider för kliniska studier men också på bolagets egna bedömning.

Sannolikheterna för framgångsrika kliniska studier baseras på historiska sannolikheter framtagna av BIO (Biotechnology Innovation Organization). Sannolikheterna för framgångsrik fas II-studie har sedan justerats upp baserat på den förvärvade kliniska datan från Nascent.

Använd diskonteringsränta uppgår till 10 %. De framtida kassaflödena består enbart av royaltyintäkter och *milestones*-betalningar. De beräknade nuvärdena för varje scenario har sedan viktats baserat på sannolikhet för utfall, där *Base case* tilldelas 50 % sannolikhet medans *Bull case* och *Bear case* tilldelas 25 % vardera. Utfallet indikerar en uppsida om 410 %, där spektrum är 4 % till 962 %.

Scenario	Viktning	Upp-/nedsida	Viktad upp-/nedsida
Base case	50 %	337 %	410 %
Bull case	25 %	962 %	
Bear case	25 %	4 %	

Belopp i MSEK	Toppförsäljning	Riskjusterat nuvärde	Kassa*	Riskjusterat nuvärde + Kassa
Base case	2 312	108,7	32,9	141,6
Bull case	4 625	311,1		344,0
Bear case	462	0,7		33,6
Aktuellt marknadsvärde				32,4

VD-Intervju, Martin Vidaeus

När ser ni att en marknadsintroduktion är rimlig? RP101 kan nå marknaden inom 3 års tid. Å andra sidan kommer Redwood Pharma att kunna få intäkter i bolaget genom utlicensering av medicinkandidaten och IntelliGel-plattformen ännu tidigare. Första intäkter beträffande en sådan licensaffär kan bli aktuell inom de närmaste 18 månaderna.

Finns det för tillfället planer på att utveckla något utöver RP101 och IntelliGel? Att hitta nya produkter att utveckla är en viktig del av bolagets strategiska framtid. Med resultat från de regulatoriska säkerhetsstudierna under Q3 2017 kan bolaget accelerera utvärderingen av nya medicinkandidater och diskussioner med eventuella licenstagare. Redwood kan utveckla sina egna produkter med hjälp av IntelliGel eller utlicensera plattformen till andra läkemedelsbolag.

Ni erhöll nyligen ett patent i USA. Berätta kort om betydelsen av detta? Det innebär att alla mediciner som bolaget utvecklar i kombination med IntelliGel kommer att ha ett gediget skydd och ska kunna konkurrera i USA, den största läkemedelsmarknaden i världen. Marknaden är uppskattad till USD 4,3 miljarder (2015) räknat på de tre främsta ögonsjukdomarna. Patentet räcker ända fram till 2031 vilket ger många års skydd. Detta är en kraftig förstärkning av ett patent som licensgivaren Broda Technologies har haft sen tidigare.

Hur ser ni på konkurrenssituationen på marknaden? Det finns inga befintliga mediciner eller andra preparat under utveckling som är riktade mot bolagets målgrupp, kvinnor efter klimakteriet, eller mot den underliggande biologiska mekanismen som RP101 påverkar – därför är Redwoods behandling under utveckling unik.

Hur upplever ni intresset för RP101 vara på marknaden? Även nu när säkerhetsstudierna pågår har vi preliminära diskussioner med läkemedelsbolag. På grund av den unika konkurrenssituationen, det stora marknadsbehovet av en ny medicinsk lösning för torra ögon och de befintliga data från två kliniska försök i USA som visar effekt och säkerhet av vår aktiva substans, är intresset stort.

Vilka är era viktigaste milstolpar att uppnå under 2017? Först gäller det data från de pågående säkerhetsstudierna som beräknas att presenteras under Q3. Positiv data kommer att bekräfta den kommersiella styrkan i IntelliGel plattformen. Den allra största milstolpen kommer att vara starten av det kliniska fas II-försöket under Q4 där bolaget kommer att testa RP101 på kvinnor efter klimakteriet som lider av kroniskt torra ögon. Med positiva data kommer det att representera den största värdeökningen i bolaget i relation till kapital som aktiveras.

21 mars 2017

Martin Vidaeus, VD Redwood Pharma

Betyg

 4	Värde drivare	Redwood Pharma tros påbörja fas II-studier under Q4 2017, vilka tilldelas en relativt hög sannolikhet att lyckas givet tidigare positiv data. Efter studierna kan licenseringsavtal slutas, och intresset på marknaden bedöms som högt.
 5	Historisk lönsamhet	Bolaget har ännu inte presterat några intäkter och historiska kassaflöden är negativa. Burn rate bedöms uppgå till ca 3,5 MSEK/kvartal då kliniska studier inleds. Ytterligare finansiering i och med fullt inlösen av teckningsoptioner efter sommaren 2017 skulle eventuellt trygga bolagets finansiella framtid tills positiva kassaflöden kan uppnås.
 3	Risk	Risken jämfört med många andra läkemedelsbolag i tidig utvecklingsfas får anses vara lägre för Redwood Pharma på grund av den förvärvade kliniska datan. Risken ligger främst i finansiering och en relativt odiversifierad produktportfölj.
 4	Ledning & Styrelse	Bolagets nyckelpersoner besitter lång erfarenhet från branschen och har meriterande erfarenheter från tidigare projekt. Aktiv rekrytering inför kliniska studier har genomförts, vilket får ses som positivt. Vidare är insiderägandet om ca 31 % en indikation om ledning och styrelses tro på bolaget.
Sammanfattning		Redwood Pharma har en på attraktiv position på marknaden där fas II-studier inom kort inleds med goda förutsättningar att lyckas. Riskprofilen är något lägre än många liknande bolag samtidigt som värderingen är relativt låg. Potentialen ses som stor, något som dock ska vägas mot produkt- och finansieringsrisker.

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren **Redwood Pharma AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva. Analytikern, AG eller närstående äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.