



UPPDRAGSANALYS  
19 november 2018

# REDWOOD PHARMA

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

Tillstånd och uppvärdering.....	2
Temperatur.....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk.....	3
Investment Case.....	4
Värdering.....	5
Disclaimer.....	8



# Tillstånd och uppvärdering

**Redwood går in i en fas II-prövning med läkemedelkandidaten RP101 för behandling av kroniskt torra ögon (DED). Totalt skall 100 patienter behandlas och resultat förväntas kunna presenteras om cirka 12 månader. Den potentiella uppsidan är stor men även risken är hög. Starten av fas II-prövningen innebär en viss uppjustering i det motiverade värdet.**



Redwood Pharma utvecklar behandlingar inom ögonområdet. Det är en marknad värd cirka 25 miljarder USD årligen. Ögon är ett område inom läkemedelsbehandlingar och det finns ett stort behov av mer nya läkemedel och effektiva beredningsformer. Bolagets fokus ligger på behandling av kroniskt torra ögon. Tillståndet drabbar miljontals

personer, i synnerhet äldre kvinnor, och relativt få svarar på dagens läkemedel. Bolagets läkemedelskandidat RP101 är utvecklad med drug delivery-teknologin, IntelliGel. Denna möjliggör en långsammare och mer kontrollerad frisättning av den aktiva substansen i ögat. Den avser i sin tur att reducera antal behandlingstillfällen per dag samtidigt som risken för biverkningar eventuellt kan reduceras.

Den nu påbörjade kliniska fas II-prövningarna skall inkludera 100 patienter och genomföras på ett mindre antal kliniker i Europa. Bolaget har nu fått klartecken att påbörja prövningen. Resultat förväntas om cirka 12 månader. Det har tidigare genomförts kliniska prövningar med den aktiva substansen i RP101 med goda resultat rörande både säkerhet och effekt. Samtidigt som det inger förhoppningar så är det första gången som kombinationen av den aktiva substansen i och drug delivery-plattformen IntelliGel testas i människa.

Prövningen antas kosta runt 15 miljoner kronor vilket vi bedömer att bolaget klarar av med befintliga kreditmöjligheter och kassa. Samtidigt kan bolaget behöva stärka upp kapitalbasen för att täcka rörelsen under 2020. Att fas II-prövningen nu är igång är värdedrivande. Vi beräknar ett teoretiskt pris per aktie om 21,8 (17,2) kronor i basscenariot. Uppjusteringen sedan senaste analys orsakades av att fas II-prövningen nu är igång, lägre diskonteringsränta (med en lägre riskfri ränta), en högre aktiekurs som reducerar utspädning från inlösta konvertibler och en svagare krona.

## Utfall och prognoser, Bas-scenario

MEUR	2015	2016	2017	2018P
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat	-0,2	-8,7	-19,2	-15,2
Vinst per aktie, kronor	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	0	13	3	3

Källa: Redwood Pharma och Jarl Securities

Datum: 19 november 2018

Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Redwood Pharma AB

Lista: SPOTLIGHT STOCK MARKET

Vd: Martin Videaus

Styrelseordförande: Gunnar Mattsson

Marknadsvärde: 96 MSEK

Senast: 7,8 SEK

**Kort om Redwood Pharma:** Redwood Pharma har som affärsidé att genom tidig klinisk utveckling driva projekt avseende läkemedel inom ögonområdet. Bolaget har i dagsläget särskilt fokus på kroniskt torra ögon med sitt huvudprojekt, RP101. Denna kombinerar en östrogenanalog med drug delivery-teknologin IntelliGel.

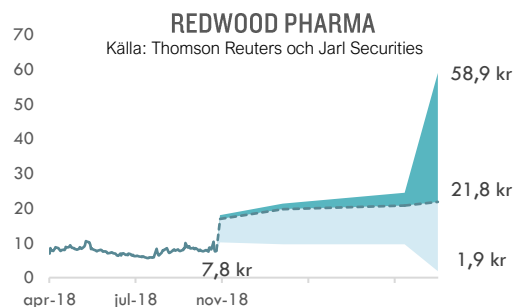
**Möjligheter och styrkor:** Läkemedelskandidaten RP101 har potential att fylla ett tomrum på den stora marknaden för torra ögon.

Redwood har exklusiva rättigheter till nyttjande av IntelliGel inom oftalmologi. Således kan bolaget på sikt bygga en portfölj och sikta in sig på fler sjukdoms-tillstånd. Nytt patent i EU för IntelliGel stärker produkten med god marknads-potential även inom andra ögonrelaterade indikationer.

**Risker och svagheter:** Baserat på två studier i USA har Fas II-studier en sannolikhet till positiva resultat om 44,6 procent. Samtidigt skall noteras att den aktiva substansen i RP101 redan genomgått fas II-prövningar med goda resultat rörande både säkerhet och effekt. Därför kan sannolikheten för RP101 att lyckas rimligtvis antas vara högre än 44,6%.

För att finansiera en eventuellt kommande fas III-studie avser Redwood licensiera ut projektet. Långt från alla projekt som tar sig genom fas II hittar en passande partner för utlicensiering.

Värdering efter emission: **Bear** 1,9 kr **Bas** 21,8 kr **Bull** 58,9 kr



# Temperatur

## Ledning och styrelse



Vd har lång erfarenhet av bolagsutveckling i och nära Life Sciencesektorn. Redwood Pharmas organisation är virtuell vilket ger låga fasta kostnader men kan begränsa förmågan att bygga strukturkapital. Ledningen har grundat tidigare bolag och gjort exits enligt samma affärsmodell vilket är klart positivt.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

## Ägare



Vd är största ägare. Förmågan att delta i framtida kapitaliseringar är okänd.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

## Finansiell ställning



Vi bedömer att bolaget har tillgång till medel att finansiera fas II-prövningen, då givet en ungefärlig kostnad om 15 miljoner kronor. Kreditfaciliteten ger viss flexibilitet till rörelsen och andra kostnader. Enligt pressmeddelanden bör 10 miljoner kronor kvarstå för bolagets nyttjande vid dagens datum.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

## Potential



Redwood Pharma utvecklar behandlingar för stora patientgrupper. Det saknas i dagsläget effektiva behandlingar mot Torra ögon. Nya patent för IntelliGel i EU förbättrar bolagets möjligheter att realisera på potentialen även inom andra ögonrelaterade indikationer.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

## Risk



Läkemedelsutveckling är alltid förknippat med hög klinisk risk. Dyra förseningar i utvecklingen är vanligt förekommande, men Redwood Pharma har förhållandevis låga fasta kostnader. Givet goda fas II-resultat är avsikten att ingå utlicensieringsavtal med ett större läkemedelsbolag för att ta RP101 vidare in i fas III. Det finns inga garantier att ett licensavtal kan träffas vid den tidpunkten.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



## Investment Case

Under andra halvan av 2018 har Redwood tagit mycket viktiga steg framåt i utvecklingen av läkemedelskandidaten RP101 för behandling av torra ögon. Marknaden är stor och det uppskattas att cirka sju procent av alla kvinnor i USA över 50 år lider av tillståndet. Restasis (Allergan) och Xiidra (Shire) är två godkända receptbelagda läkemedel. Den förstnämnda sålde för 1 488 MUSD år 2016 och den sistnämnda som godkändes i juli 2016 i USA och sålde för 173 MUSD under de första nio månaderna 2017. Penetrationen är dock låg. I USA skrevs det ut omkring 76 000 recept per vecka mot Torra ögon under oktober 2016 (Källa: Shire/IMS Health) vilket i årstakt blir fyra miljoner recept. Förenklat motsvarar det 330 000 behandlade patienter, det vill säga troligen färre än tio procent av antalet drabbade. Det tyder på att det finns en stor obearbetad marknad för läkemedelsbehandlingar.

Den aktiva substansen i RP101 är en östrogenanalog som bolaget förvärvat och vidareutvecklat med en ny beredningsform IntelliGel, en in-licensierad drug-delivery-teknologi. Denna är i rumstemperatur flytande men vid kontakt med ögat bildas en tunn gelfilm. Detta möjliggör en jämnare/ långsammare frisättning av den aktiva substansen i ögat som i sin tur skall leda till reducerat antal behandlingstillfällen.

RP101 har genomgått toxikologiska studier. Vid förvärvstillfället av den aktiva substansen 2013 hade denna redan genomgått kliniska fas II-prövningar med tillfredställande resultat. Det innebär att bolaget direkt kan påbörja en fas II-prövning. Bolaget har nu fått tillstånd att påbörja prövningen och den första patienten påbörjar sin behandling inom kort. Resultat förväntas om 12 månader. Tidsplanen är utmanande men inte orimlig.

Fas II-prövningen skall genomföras på ett mindre antal kliniker i Europa och inkludera omkring 100 kvinnor med måttlig till svår DED (Dry Eye Disease). Målsättningen är att påvisa säkerhet liksom effekt på subjektiva liksom objektiva mätparametrar. För genomförandet av prövningen har Redwood avtalat med ett schweiziskt kontraktforskningsföretag med god erfarenhet av kliniska prövningar på ögonområdet. Huvudprövare för prövningen kommer att vara Professor Garhöfer vid Wiens Medicinska Universitet. Vidare är tillverkningsprocess för RP101 på plats hos en schweizisk kontraktstillverkare.

Givet att allt går som planerat uppskattar vi att prövningen kommer kosta runt 15 miljoner kronor. Per den 30 september hade bolaget 12 miljoner i kassan plus 12 miljoner i kreditlina i form av konvertibler. Det bör vara tillräckligt för att finansiera prövningen.

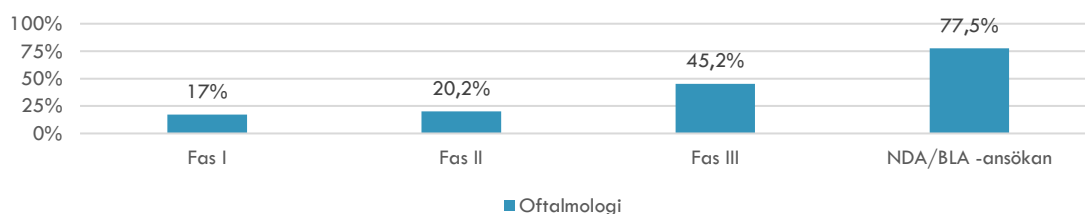
## Värdering

En investering i läkemedelsutveckling är mycket riskfylld och karakteriseras av dess binära natur, i den meningen att antingen erhåller läkemedelskandidaten ett godkännande, eller så gör den det inte. Vår föredragna metod är att värdera Redwood Pharma som summan av bedömda riskjusterade och diskonterade värden på projekten i portföljen.

Milstolpesbetalningarna och royaltyintäkter riskjusteras med sannolikheter att utveckling samt försäljning faktiskt blir som i antaget scenario. Vi modellerar med sannolikheter med utgångspunkt från historiska data från kliniska studier utförda i USA.

Som ofta inom läkemedelsutveckling är fas II den stora utmaningen sett till klinisk risk. Historiskt har chansen till en framgång i fas II varit cirka 45 procent inom oftalmologi. För kandidater inom oftalmologi att ta sig från fas II hela vägen till marknaden 20 procent. Då den aktiva substansen redan genomgått fas II-prövningar kan risken för RP101 anses vara lägre än den som presenteras nedan. Vi har dock valt att utgå från denna statistik då formuleringen är ny och IntelliGel tillkommit som drug delivery-plattform.

### Sannolikhet till marknadsgodkännande (FDA) inom oftalmologi



Källa: "Clinical Development Success Rates 2006 - 2015", BIO/Biomedtracker/Amplion och Jarl Securities

Redwoods strategi är att licensiera ut RP101 efter genomförd fas II. Vad gäller Torra ögon har vi nedan identifierat några affärer i branschen som referens och medianvärdet på licensaffärernas totala värde beräknas till 368 MUSD.

### Licensaffärer inom Torra ögon

Bolag	Partner	Projekt	Indikation	Klinisk fas	Värde (MUSD)
Parion	Shire	P-321	Ögontorrhet	II	575
SARcode	Shire	Lifitegrast	Ögontorrhet	III	368
Oculeve	Allergan	Flera	Ögontorrhet	II	326
				Medel	423
				Median	368

Källa: Bolagsinformation och Jarl Securities

Affären mellan Oculeve och Allergan hade vid tillfället det signerades ett totalt värde om cirka 435 MUSD. Dock ingick fler produkter under utveckling utöver TrueTear™ och vi har således justerat ner det totala värdet med 20 procent och landar därmed på 326 MUSD som presenteras i tabell ovan.

Redwood Pharma söker också möjligheter att vidarelicensiera IntelliGel till andra läkemedelsbolag. Bolaget ingick ett avtal under första kvartalet 2018 med ett asiatiskt företag som nu testar IntelliGel. Det aktuella bolaget önskar nu se data från fas II-prövningen innan ett eventuellt samarbete kan påbörjas. I detta sammanhang kan nämnas en affär under 2016 där Regeneron licensierade in en hydrogelbaserad teknologi från Ocular Therapeutics. Detta för att användas i en potentiell ny formulering av storsäljaren Eylea (behandling av bland annat våt AMD). Regeneron betalade 10 MUSD i förskott med möjlighet till framtida milstolpsersättningar på 305 MUSD. Oculars teknik skiljer sig ganska väsentligt från IntelliGel bland annat med hänsyn till att den används för behandlingar som injiceras i ögat och det är även vanskligt att dra slutsatser från en enskild affär. Den pekar dock på intressanta affärsmöjligheter för nya teknologier för administrering.

Framtida kassaflöden från projekten är nuvärdesberäknade med en diskonteringsränta på 14 procent. Detta baserat på en riskfri ränta på 0,6 procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 10,3 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2018* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,4 procent och ett storleksbaserat tillägg på 3,9 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt Damodaran Online.

Baserat på bedömda riskjusterade projektvärden i dagsläget beräknar sammantaget ett riskjusterat teoretiskt värde på 328 MSEK för Redwood Pharma. Det teoretiska värdet per aktie beräknas till 21,9 kronor (17,2), vilket är upp sedan senaste analysen. Ett påbörjande av prövningen var värde drivande samtidigt som avkastningskravet kommit ner med en lägre antagen riskfri ränta, en högre aktiekurs som reducerar utspädningen från inlösen av utestående konvertibler och en svagare krona.

Nedan redovisas vår värdering av summan av delarna för Redwood Pharma,

### Värdering, summan av delarna

Indikation	Fas	Toppförsäljning, MUSD	Riskjusterat NPV, MSEK	Per aktie, kr	Antaganden
RP101	Fas II	320	298	19,9	
IntelliGel®	Preklin.	500	38	2,5	
Overhead			-11	-0,8	
Nettokassa			3	0,2	
<b>Totalt</b>			<b>328</b>	<b>21,9</b>	
Lån			0	0	Antagen konvertering till en kurs om 7,1 kr 9% ner från senast betald,
<b>Totalt efter utspädning</b>			<b>328</b>	<b>21,9</b>	<b>15,0 miljoner antal aktier</b>

Källa: Jarl Securities

Vi räknar med ett möjligt licensavtal efter fas II-prövningen med ett totalt värde om 368 MUSD med en antagen royaltysats om tio procent netto efter betalningar till Broda Technologies som Redwood Pharma har inlicensierat IntelliGel. Vi har räknat med att ett licensavtal ger royalties till och med 2036 då relevant patent löper ut. Som tidigare nämnts gör vi bedömningen att kostnaden för fas II-prövningen med RP101 kommer landa på runt 15 MSEK. I tabell ovan är likviden från konvertibel-lånet "nettat" mot kostnaden för prövningen. Vi har även antagit att hela lånet konverteras till aktier till ett pris om 91% av senast betalade kurs om 7,8 kronor vilket adderar 2,7 miljoner aktier.

En värdering av möjligheterna för IntelliGel vid sidan av RP101-projektet försvåras av att vi inte vet vilka indikationer eller aktiva substanser som kommer bli aktuella. Redwood har nämnt glaukom och bakteriell konjunktivit som möjliga nya indikationer. Vi har antagit att IntelliGel licensieras ut till ett projekt i preklinisk fas med en royaltysats på tre procent och med möjliga milstolpesersättningar på 125 MUSD. Händelsen är riskjusterad med en sannolikhet om 50 procent. Marknaden för ögonläkemedel kännetecknas av några få "multiblockbusters" som Eylea och Lucentis och ett stort antal behandlingar med försäljning under 600 MUSD vardera. Vi har i vår värdering av IntelliGel utgått från en toppförsäljning på 500 MUSD för en kombination där teknologin ingår. Toppförsäljningen nås 10 år därefter. Med dessa antaganden beräknas ett värde på möjligheterna med IntelliGel till 38 miljoner kronor.

I ett optimistiskt framtida scenario avancerar RP101 snabbt in i fas II-prövningen och denna avrapporteras med framgångsrika resultat under 2019. Bolaget ingår samarbetsavtal till antagna villkor och ett teoretiskt värde per aktie blir då 58,9 kronor per aktie.

I ett pessimistiskt scenario avbryts arbetet med RP101 vilket lämnar kvar det uppskattade värdet på IntelliGel. I detta scenario beräknas ett teoretiskt pris per aktie om 1,9 kronor efter antagen finansiering och reducerad OH-kostnad.



## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.