

Sammanfattning
Pledpharma (Pled.st)
Går vidare utan en partner

- Pledpharma avser ta PledOx vidare mot en registrering i Europa och USA på egen hand, då partnerintresset i detta skede varit för svagt. Strategiomläggning och pågående fullt garanterade nyemissionen har satt press på kursen.
- Efter beskedet att på egen hand ta PledOx genom fas III har vi uppdaterat våra modellantaganden för bolaget. Inkluderat utspänningseffekten från pågående nyemission och förändrade prognoser justerar vi ned vårt fundamentalt motiverade värde till 37 (70) kronor.
- Aktien har under större delen av teckningstiden handlats under emissionskursen på 20 kronor, varför det är troligt att en betydande del av garantiåtagandena kommer tas i anspråk och därmed risk för överhäng. Detta tillsammans med få tydliga kurskatalysatorer närmaste 6-12 månaderna bedömer vi talar för att aktien fortsätter handlas med tydlig rabatt mot vårt fundamentala värde.

Lista:

Börsvärde:

Bransch:

VD:

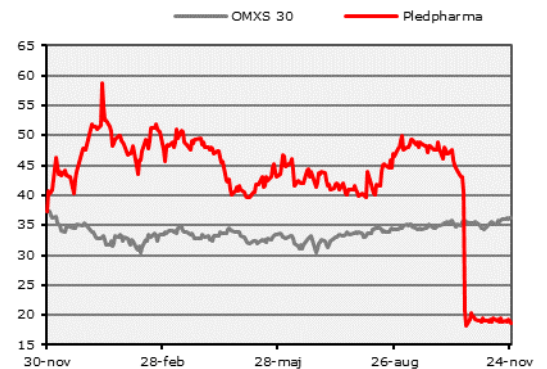
Styrelseordf:

930 MSEK

Biotech

Jacques Näsström

Håkan Åström


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



0 poäng

6.

Ägarskap



5.0 poäng

Vinstutsikter



5 poäng

4.

Lönsamhet



0.0 poäng

Finansiell styrka



2.0 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	0	0	0	0	0	Aktiekurs (SEK)	19.1
Tillväxt	0%	0%	-92%	0%	0%	Antal aktier (milj)	48.7
EBITDA	-49	-44	-38	-88	-76	Börsvärde (MSEK)	930
EBITDA-marginal	0%	Neg	Neg	Neg	Neg	Nettoskuld (MSEK)	-392
EBIT	-49	-44	-38	-88	-76	Free float (%)	53 %
EBIT-marginal	0%	Neg	Neg	Neg	Neg	Dagl oms. ('000)	20
Resultat före skatt	-48	-44	-38	-85	-75		
Nettoresultat	-48	-44	-38	-85	-75		
Nettomarginal	0%	Neg	Neg	Neg	Neg		
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Analytiker:	
VPA	-1.71	-1.54	-0.77	-1.75	-1.53	Klas Palin	
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	klas.palin@redeye.se	
EV/S	0.0	Na	Na	Na	Na		
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Ny strategi för PledOx

Kapitalbehov på 400 miljoner kronor för att nå första resultat i fas III med PledOx

I samband med rapporten för tredje kvartalet (20 oktober) stod det klar att diskussioner med potentiella partners till PledOx inte lett fram till tillräckligt bra villkor. Istället drivs utvecklingen av PledOx vidare på egen hand mot ett marknadsgodkännande i Europa och USA. Detta kräver en ordentlig finansiering på 400 miljoner kronor för att nå första resultaten i de två planerade registreringsgrundande fas III-studierna. För att helt gå i mål med studierna och nå ett marknadsgodkännande bedömer Pledpharma att det krävs ytterligare 350 miljoner kronor. Det är en ordentlig investering som krävs för att driva utvecklingen vidare och kan vara en förklaring till att det varit svårt att få en partner på kroken i detta skede. En annan är att PledOx adresserar en nischad indikation, där flertalet läkemedelsbolag idag saknar kommersiell närvaro. Det framstår även varit ett problem att de mest lovande resultaten från PLIANT-studien bygger på efteranalyser.

Avsaknad av en tydlig plan B har förstärkt besvikelsen

Kursreaktionen har inte varit nådig efter beskedet och aktien har mer än halverats. Utöver det negativa beskedet om ännu en nyemission, straffas aktien extra hårt utav att kommunikationen från bolaget varit helt inriktad på ett licensavtal före fas III-studier och inget utrymme har lämnats för att tala om en plan B-strategi.

Risk för överhäng efter emissionen

En fullt garanterad nyemission pågår om totalt 406 miljoner kronor före transaktionskostnader som beräknas tillföra bolaget omkring 380 miljoner kronor efter transaktionskostnader. Aktien har handlats under emissionskursen på 20 kronor under stora delar av teckningstiden, vilket ökar risken för att en betydande del av emissionen kommer hamna på emissionsgaranterna. Vår bedömning är att sannolikt merparten av dessa inte långsiktiga investerare i Pledpharma, varför det kan bli tal om ett ordentligt överhäng och därmed ytterligare kurspress närmaste tiden.

Vad för studier krävs?

För att utveckla PledOx mot ett marknadsgodkännande avser Pledpharma genomföra två registreringsgrundande fas III-studier, varav en i Europa och en i USA. I den ena studien ska patienter med metastaserad tjock- och ändtarmscancer rekryteras (samma som i fas II PLIANT-studien). Här förväntar vi oss att studien påbörjas under andra halvåret 2017.

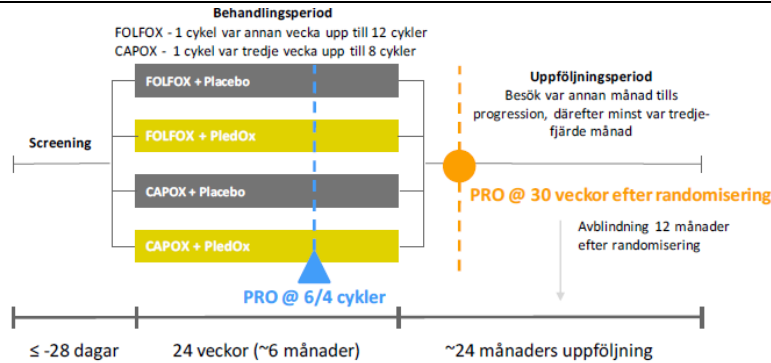
Två fas III-studier – en i adjuvant och i metastaserade patienter

I den andra är avsikten att inkludera tjock- och ändtarmscancerpatienter som behandlas med cellgifter efter kirurgiskt borttagande av primärtumören, så kallat adjuvantbehandling. För dessa patienter har primärtumören ännu inte metastaserat, men för att reducera risk för oupptäckta metastaser ges även cellgifter. Eftersom dessa patienter har relativt goda överlevnads-möjligheter av behandlingen (över 70 procent lever efter fem år) finns ett extra stort behov av att reducera biverkningar så som neuropatier (känslstörningar), utifrån ett samhällsperspektiv. Rekrytering av patienter till studien förväntas inledas i mitten av 2017.

Slutlig studiedesign
väntas bli klar under
första halvåret 2017

Bolaget indikerar att de två studierna kommer omfatta omkring 1.000 patienter. Omfattning och studiedesignen är baserad på diskussioner som förts med regulatoriska läkemedelsmyndigheter i Europa (EMA) och USA (FDA). Den slutliga designen är dock ännu inte låst, men nedan ges en indikation om hur den kan komma se ut.

Beskrivning av förestående fas III-studier



- ▲ Tidpunkt för avläsning av primär effektvariabel i metastatisk studie – PRO vid 6 cykler FOLFOX/ 4 cykler CAPOX
- Tidpunkt för avläsning av primär effektvariabel i adjuvant studie – PRO 30 veckor efter randomisering

Källa: Pledpharma

PledOx kommer ges som
förbehandling till
cellgiftsregimerna
FOLFOX och CAPOX

I de två studierna kommer PledOx ges som förbehandling till både FOLFOX (5-FU, folinat och oxaliplatin) och CAPOX (capecitabin och oxaliplatin, även kallat XELOX). Bägge regimerna är oxaliplatin-baserade, vilket är den komponent i regimerna som anses ligga bakom biverkningar så som nervskador. I PLIANT-studien behandlades patienter med FOLFOX, men vårt intryck är att biverkningar från oxaliplatin kan vara än mer utpräglade i CAPOX-regimen (högre dos per cykel oxaliplatin). Till dessa regimer tillåts biologiska läkemedel som tillägg vid metastaserade tumörer.

Vi upplever att bolaget har fått en tydlig vägledning från myndigheterna vad de vill se i kommande fas III-studier, varför vi bedömer att risken inte ligger i designen, utan att det framför allt handlar om att PledOx kan visa effekt i en större patientgrupp än i PLIANT-studien. Det är vanligt att resultat blir svagare när patientunderlaget breddas.

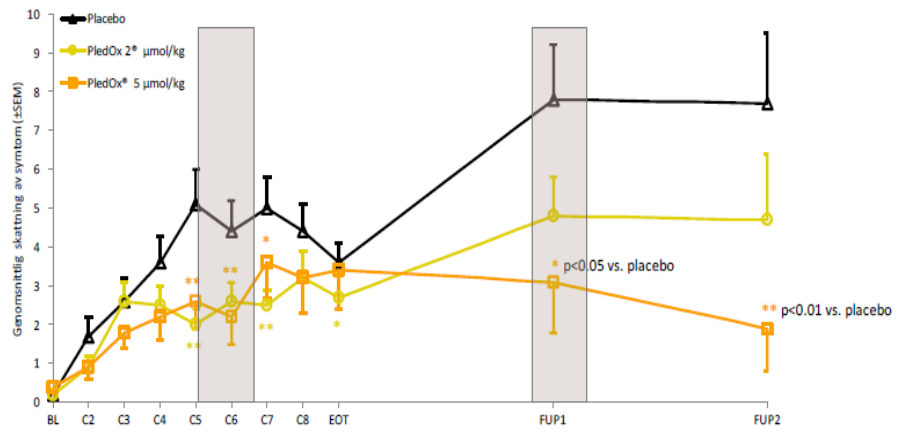
Vad talar för att lyckas?

I fas III-studierna ska det visas att PledOx minskar risken för cellgift-inducerad perifer neuropati (CIPN) i patienter med tjock- och ändtarmscancer. I PLIANT-studien visades en 43 procent ($p=0,14$) lägre förekomsten av känslernervstörningar för patienter som förbehandlats med $5 \mu\text{mol/kg}$ PledOx jämfört med placebogruppen. Detta handlar om läkarrapporterade neuropatier. En efteranalys av studiedata visade även att neuropatier av grad 2 eller högre uppkom senare för PledOx-behandlade patienter ($p=0,056$).

Ett annat sätt att mäta förekomst av neuropatier är att patienten själv får ange hur den upplever det. Patientskattade neuropatier visade på en tydligare skillnad i PLANT-studien, mellan patienter som förbehandlats med 5 µmol/kg PledOx jämfört med de som fick placebo. Detta var speciellt tydligt vid uppföljning efter tre respektive sex månader (kronisk neuropati).

PledOx visade tydligare effekt när patienter själva rapporterade

Patientrapporterade symtom av nervskador (Leonard skalan)

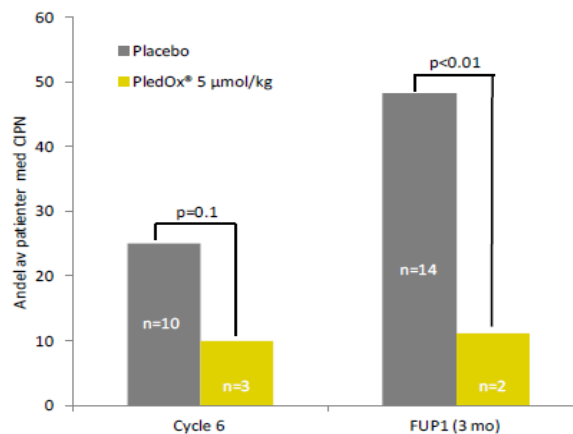


Källa: Pledpharma

Utvärdering av neuropatier väntas ske tre månader efter behandling i adjuvantpatienter

För kommande fas III-studier kommer patientrapportering stå i fokus vid utvärdering av resultaten uppger bolaget. I adjuvantstudien anger bolaget att utvärdering ska ske tre månader efter avslutad behandling och här visade PledOx 62 procent ($p < 0,05$) lägre förekomst av neuropatier jämfört med placebo i PLIANT-studien. I den andra fas III-studien som ska rekrytera patienter med metastaserade tumörer väntas utvärdering ske tidigare, efter sex behandlingscykler. Även vid denna tidpunkt fanns en tydlig skillnad i andel patienter med neuropatier i PLIANT-studien, vilket ger stöd inför kommande studie.

Patienter som upplever domningar och stickningar av grad 3 eller värre vid behandlingscykel sex och tre månader efter avslutad behandling



Källa: Pledpharma

Även läkarrapporterade neuropatier väntas studeras i kommande fas III-studier. Dessa är framför allt viktiga, då deras observationer styr beslut kring behov av dosreduktion, uppehåll eller avbruten behandling med oxaliplatin. Att visa bättre följsamhet till behandling i aktiv PledOx-arm anser vi skulle vara betydelsefullt, speciellt om det i förlängning även skulle kunna noteras att det leder till bättre överlevnadsdata.

Första data väntas först presenteras under 2020

Om den slutliga designen av fas III-studierna blir som beskrivits av bolaget är det bra möjlighet att PledOx ska visa bra data 2020, då första resultaten väntas.

Aladote – studie vänta påbörjas i år

Vi vet ännu lite om designen av de studier som ska genomföras med Aladote. Bolaget uppger att det först blir en "proof-of-principle" fas I/II-studie och den förväntas påbörjas i början av 2017. Därefter en "proof-of-concept"-studie, fas II. Uppnås bra resultat är målet att hitta en partner som driver utvecklingen vidare i en mer omfattande registreringsgrundande studie, fas III. Vi hoppas få mer information om dessa studier under inledningen av 2017. Positivt noterar vi att bolaget arbetar med att ta fram en ny kombinationsformulering av Aladote, vilket kan stärka differentieringen mot PledOx och ge nya möjligheter för patent.

En utmaning i kommande studier kan bli att rekrytera patienter

Som vi skrev ovan är ännu relativt begränsat känt kring studiedesign. Vi förväntar oss i nuläget att "proof-of-concept"-studien kan handla om 40-80 patienter, där tre olika doser studeras om en placebogrupp. Eftersom paracetamolförgiftning är ett akutillstånd bedömer vi att studien kan genomföras relativt snabbt, då ingen längre uppföljning krävs. Utmaningen anser vi kommer vara att rekrytera patienter till studien, vilket bäst tacklas genom att inkludera flera större center.

Start av Aladote-studier har blivit fördröjda. Vi har därför behövt ändra i vår prognos och skjuter fram tiden då vi bedömer att projektet tidigast kan nå marknaden till 2022 (2021). I övrigt gör vi inga förändringar av våra antaganden kring projektet i det här läget.

Finansiella prognoser

Den nya strategin innebär att vi justerat ned årets prognos ordentligt efter uteblivet partneravtal. Vi räknar i stället med att bolaget visar ett rörelseresultat på -38 miljoner kronor mot tidigare 110 miljoner kronor. Strategin att gå vidare på egen hand innebär även att kostnadsprognoserna för närmaste åren behövs justeras upp ordentligt och vi räknar med att bolaget visar negativt resultat fram åtminstone till och med 2018. Vi vill passa på att poängtera att osäkerheten i våra kostnadsestimater är relativt hög, eftersom studiedesign ännu inte är helt klar och det är svårt att i det här läget estimera när vissa enskilda engångskostnader uppkommer.

Prognoser Pledpharma						
	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,3	0,2	0,4	1,1	0,0	0,0
Summa intäkter	0,3	0,2	0,4	1,1	0,0	0,0
Projektkostnader	-10,6	-29,5	-26,1	-18,1	-67,0	-54,0
Personalkostnader	-6,0	-6,3	-6,9	-6,5	-7,0	-9,0
Övriga externa kostnader	-9,8	-13,1	-11,3	-13,8	-13,4	-15,0
Avskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
Summa rörelsekostnader	-26,4	-48,8	-44,3	-38,7	-87,4	-78,0
EBITDA	-26,1	-48,6	-44,0	-37,7	-87,4	-78,0
EBIT	-26,1	-48,6	-43,9	-37,7	-87,4	-78,0
Finansnetto	0,5	0,2	0,2	0,1	3,0	1,5
Rörelseresultat före skatt	-25,5	-48,4	-43,8	-37,6	-84,4	-76,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoreultat	-25,5	-48,4	-43,8	-37,6	-84,4	-76,5

Värdering och rating

Vårt fundamentalt motiverade värde uppgår till 37 kronor

När vi värderar Pledpharma utgår vi från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där varje enskilt projekt värderas var för sig över sin patenttid. Den nya strategin innebär ordentliga ändrade prognoser och antaganden kring PledOx. Detta tillsammans med hänsyn tagen till den pågående nyemissionen har vi sänkt vårt fundamentalt motiverade värde till 37 (70) kronor.

Pledpharma - Kassaflödesvärdering						
Sum-of-the-parts Pledpharma						
Projekt	Indikation	Chans för lansering	Royaltysats	Försäljningspotential (MUSD)	Lansering	Nuvärde (MSEK)*
PledOx	Nervskador - cellgift	60%	25%	800	2022	1 290
Aladote	Paracetamolförgiftning	20%	20%	250	2022	192
Motiverat teknologivärde (MSEK)						1 482
Nettokassa (MSEK)						406
Ackumulerade adm.kostnader (MSEK)						-87
Motiverat börsvärde (MSEK)						1 801
Antal aktier, full utspädning (milj.)						48,7
Motiverad aktiekurs (SEK)						37

Vi räknar med något lägre pris per behandling för PledOx än i tidigare prognos

Nya antaganden kring PledOx. Vi räknar nu med ett något lägre pris för PledOx än tidigare. I USA bedömer vi att priser per behandling kan komma landa på 12.000 (16.000) dollar och i övriga världen på 9.000 (12.000) dollar, baserat på antagandet om att patienter får i genomsnitt åtta förbehandlingar.

PledOx väntar vi oss ingår som förbehandling i 30 procent av alla oxaliplatin-baserade behandlingar av tjock- och ändtarmscancer

Vi har även uppdaterat vår patientbaserade modell, där vi räknar med att PledOx når en andel av antal behandlingscykler av cellgiftsregimer baserade på oxaliplatin på 30 procent. Som referens har vi använt oss av data från upptag av ca/mg, som länge ansågs förebygga förekomst av neuropatier, men senare visades att inte göra det. Data indikerar att förbehandling med ca/mg före oxaliplatin-baserade cellgiftsregimer utgjorde mellan 30-50 procent av den totala andelen. För att vara något konservativa i våra estimat har vi lagt oss i botten av intervallet. Prissättningen som vi utgår från av PledOx är även en anledning att vi tror på ett något lägre upptag.

Totalt räknar vi med att Pledpharma kan få 35 procent av nettoförsäljningen vid ett partneravtal efter fas III

I vårt huvudscenario har vi skissat på att ett partneravtal kan nås 2021, men där Pledpharma står för slutförandet av fas III-studierna. När vi beräknar hur mycket bolaget kan erhålla från en kommersiell partner har vi utgått ifrån att lönsamheten – rörelsemarginalen – kommer ligga på 50 procent. Vi räknar med att Pledpharma kan få 70 procent av detta, alltså 35 procent av nettoförsäljningen. I modellen är detta uppdelat mellan 25 procent i royalty och resterande 10 procent från framtida delmålsbetalningar, vilka totalt hamnar på 600 miljoner dollar. Vi vill poängtera att samtliga våra finansiella antaganden är riskjusterade i modellen.

Nedan presenteras känslighetsanalys för värderingen av bolaget utifrån olika prissättning och sannolikhet till marknad samt olika avkastningskrav och sannolikhet till marknad.

Tabel: Värderingsscenario pris/risk

		Pris per behandling				
		-30%	-15%	Bas-scenario	+15%	+30%
Sannolikhet till marknad (%)	50	27	30	32	35	37
	55	29	32	35	37	40
	60	31	34	37	40	43
	65	33	36	40	43	46
	70	35	39	42	46	49

Tabel: Värderingsscenario avkastningskrav/risk

		Avkastningskrav				
		15,2%	16,2%	17,2%	18,2%	19,2%
Sannolikhet till marknad (%)	50	37	35	32	30	28
	55	40	37	35	32	30
	60	43	40	37	34	32
	65	46	43	40	37	34
	70	49	45	42	39	36

Relativvärdering

Forskningsbolag saknar löpande intäkter och stabila vinster, varför det vid relativvärdering inte är möjligt att använda vedertagna nyckeltal som försäljnings- och lönsamhetsmultiplar. Istället använder vi oss av teknologivärdet (börsvärde minus nettokassa) för att skapa oss en bild av värderingen.

Nedan har vi en sammanställning av ett antal svenska forsknings- och utvecklingsbolag som utgör bra jämförelseobjekt med Pledpharma.

Relativvärdering svenska bolag inom läkemedelsutveckling						
(MSEK)	Börsvärde	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Egna projekt	Antal partners	Utvecklingsstatus
Pledpharma	930	406	524	2	0	Fas III
Camurus	4.511	518	4.511	7	2	Fas III/Reg.
Dextech Medical	398	23*	375	1	0	Fas II
Hansa Medical	3.800	310**/***	3.490	1	0	Fas II/III
Immunicum	561	120	441	2	0	Fas II
Wilson Therapeutics	1.331	416	915	1	0	Fas II

Källa: Redeye

Värderingen av Pledpharma framstår låg jämfört med liknande bolag

Vi kan konstatera att värderingen av Pledpharma framstår låg relativt liknande bolag med projekt i sen klinisk utveckling, så som Camurus och Hansa Medical. Det finns givetvis skillnad i potential och risk i de olika bolagens projekt, som är en förklaring till skillnaden. Pledpharma bedömer vi dock även handlas med en förtroenderabatt, utifrån uteblivet partneravtal. Därtill framstår nyhetsflödet tunt närmaste åren, vilket får investerare att avvakta att köpa. Dessutom tror vi risken för överhäng efter pågående nyemission håller tillbaka investerare.

Vår bedömning är att aktien kommer fortsätta handlas med ordentlig rabatt mot vårt fundamentala värde på 37 kronor.

Förväntat nyhetsflöde

Under det närmaste året förväntar vi oss ett antal nyheter från bolaget och nedan listar vi de som vi anser som viktigast.

- Slutförd nyemission – före jul 2016
- Start av första studie med Aladote – början 2017
- Ytterligare tydlighet kring fas III-studierna för PledOx – H1 2017
- Start av fas III-studier med PledOx - från mitten av 2017
- Möjlig listning på Nasdaq Stockholms huvudlista – 2017

Någon riktigt betydelsefull nyhet i form av effektdata från studiere väntar vi oss inte under 2017, utan vi tror att det dröjer till 2018 tills första data från ”proof-of-concept”-studie med Aladote kan presenteras.

Scenarioanalys

Vårt riskjusterade basscenario sammanfattas i tabellen på föregående sida. I vårt Bull case och Bear case ger vi en bild av möjligheter och risker i aktien de närmaste 12-24 månaderna.

Bull Case ger ett värde på 47 kronor

I vårt optimistiska **Bull Case-scenario** har vi gjort följande antaganden:

- Aladote visar lovande resultat i förestående kliniska studier och projektet är redo fas III
- Fas III-studierna pågår för PledOx fortlöper utan problem

Vårt motiverade värde i Bull Case-scenariot uppgår till **47 kronor**

I vårt **Bear Case-scenario** har vi skissat på ett negativ scenario för PledOx.

- Aladote visar lovande resultat i förestående kliniska studier och projektet är redo fas III, men utan en partner
- PledOx-programmen stoppas beroende på oönskade effekter uppkommer

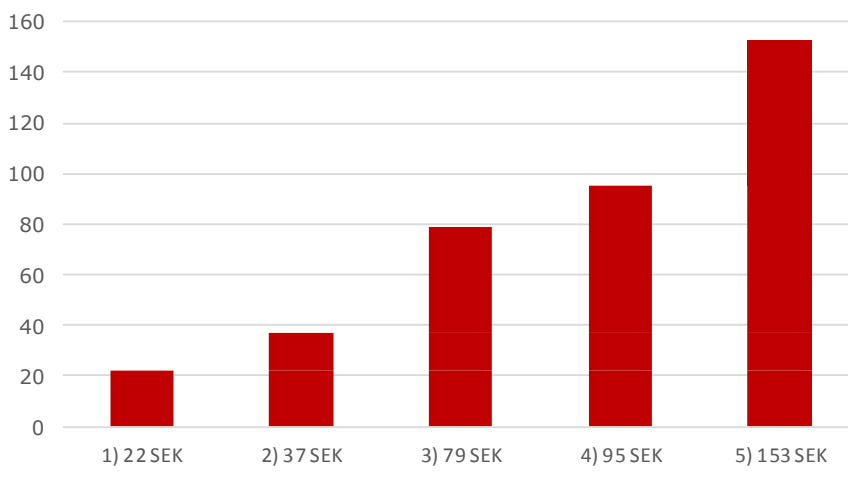
Bear case ger ett värde på 15 kronor

Vårt motiverade värde i Bear Case-scenariot uppgår till **15 kronor**

Scenarier – PledOx – fas III-studier

I ovanstående scenarier har vi inte vägt in den största värdedrivande händelsen, första resultat från fas III-studier för PledOx, då dessa ännu ligger mer än två år bort i tid. Det är dock vad som verkligen kommer driva intresset kring aktien, varför vi nedan kompletterat med några möjliga scenarier för PledOx och hur det påverkar värderingen.

Fyra utfallsscenarier 2020 och dagens basscenario (SEK)



Källa: Redeye

- 1) Aladote lever vidare och fas III-studier pågår, som finansierats på egen hand. PledOx läggs ned – 22 kronor
- 2) Nuvarande basscenario – 37 kronor
- 3) PledOx visar lovande resultat i fas III-studierna och Aladote fas III-studier pågår – 79 kronor
- 4) Bägge projekten, Aladote och PledOx visar framgång i fas III-utvecklingen – 95 kronor
- 5) I likhet med ovanstående, men här med ett lägre avkastningskrav på 12,0 procent mot 17,2 procent – 153 kronor

Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

Vi har sänkt betyget för ägarskap med två steg, men höjer betyget för Finansiell styrka med ett steg (pågående nyemission inkluderad)



Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	0	0	0	0	0
Summa rörelsekostnader	-49	-44	-38	-88	-76
EBITDA	-49	-44	-38	-88	-76
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-49	-44	-38	-88	-76
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	3	2
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-48	-44	-38	-85	-75
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoreultat	-48	-44	-38	-85	-75
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	100	50	392	310	238
Kundfordringar	0	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	3	2	3	3	3
Summa omsättn.	103	52	395	313	241
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	0	0	0	0	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	0	0	0	0	0
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	103	52	395	313	241
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	10	2	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	2	4	8	10
Summa kort. skuld	13	4	4	8	10
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	13	4	4	8	10
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	91	48	390	305	231
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	91	48	390	305	231
Summa skulder och E. Kap.	103	52	395	313	241
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	0	0	0	0	0
Sum rörelsekost.	-49	-44	-38	-88	-76
Avskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-49	-44	-38	-88	-76
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-49	-44	-38	-88	-76
Avskrivningar	0	0	0	0	0
Bruttokassaflöde	-49	-44	-38	-88	-76
Föränd. i rörelsekap	7	-7	-1	4	2
Investeringar	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-42	-51	-39	-84	-74
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	88%	92%	99%	97%	96%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-100	-50	-392	-310	-238
Sysselsatt kapital	-10	-2	-1	-5	-7
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	0%	0%	-92%	0%	0%
VPA-tillväxt (just)	47%	-10%	-50%	127%	-13%

DCF värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
WACC	17.2 %				
Motiverat värde per aktie, SEK					37.0
Börskurs, SEK					19.1

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-1.71	-1.54	-0.77	-1.75	-1.53
VPA just	-1.71	-1.54	-0.77	-1.75	-1.53
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-3.54	-1.77	-8.05	-6.38	-4.88
Antal aktier	28.30	28.39	48.67	48.67	48.67

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	607.2	1,298.1	537.9	619.1	692.0
P/E	-14.6	-30.8	-24.7	-10.9	-12.5
P/S	0.0	Na	Na	Na	Na
EV/S	0.0	Na	Na	Na	Na
EV/EBITDA	-12.5	-29.5	-14.3	-7.0	-9.1
EV/EBIT	-12.5	-29.6	-14.3	-7.0	-9.1
P/BV	7.8	28.1	2.4	3.0	4.0

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	14/16e
1 mån	-0.5 % Omsättning	0.0 %
3 mån	-60.1 % Rörelseresultat, just	-11.92 %
12 mån	-48.2 % V/A, just	-32.8 %
Årets Början	-59.8 % EK	107.5 %

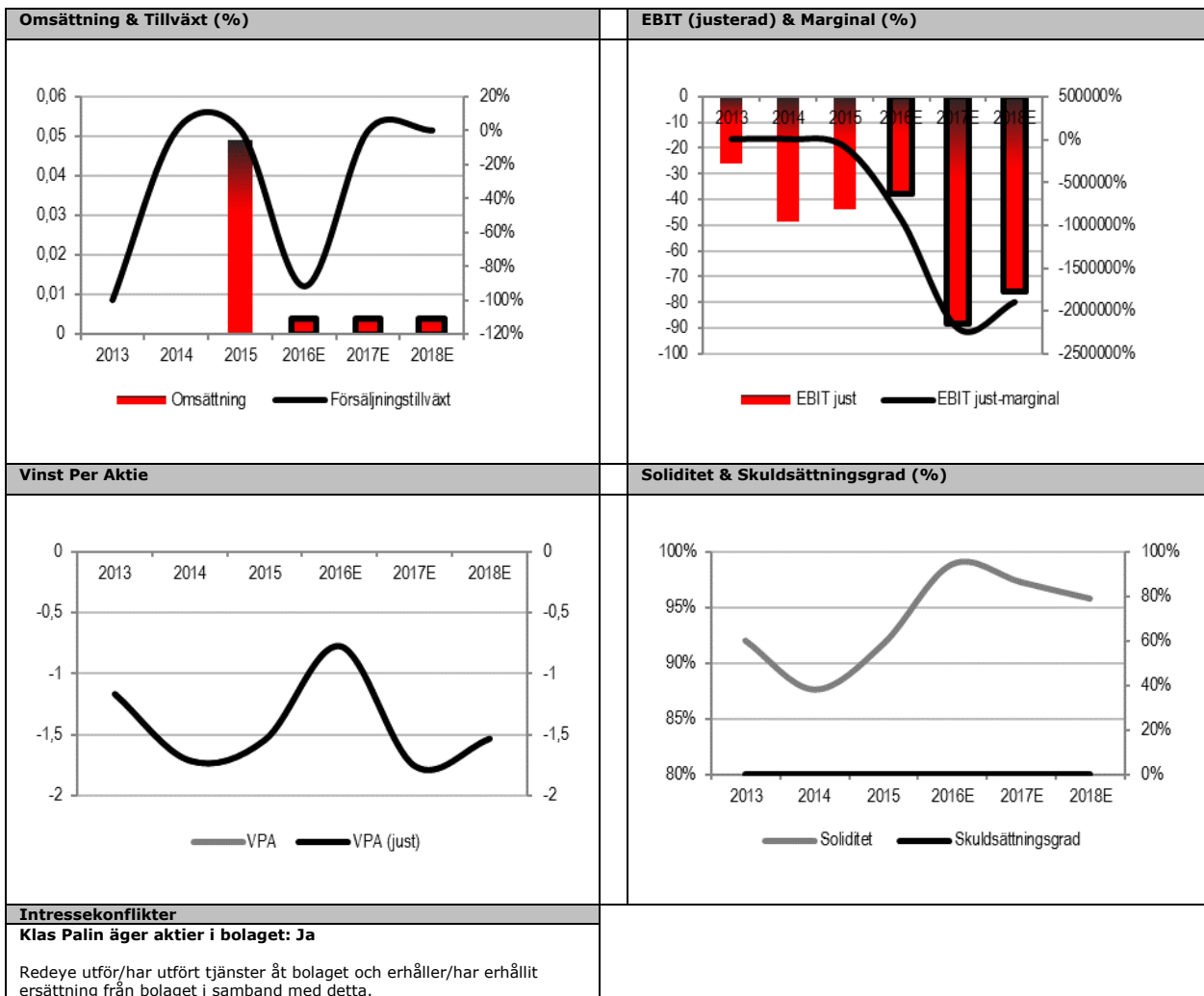
Aktistruktur %	Röster	Kapital
Staffan Persson	25.7 %	25.7 %
Peter Lindell	16.1 %	16.1 %
SHB fonder	5.3 %	5.3 %
Avanza Pension Försäkring	3.0 %	3.0 %
Carl Roswall	2.9 %	2.9 %
Andreas Bunge	2.5 %	2.5 %
Karin Almén	1.7 %	1.7 %
Nordnet Pension	1.6 %	1.6 %
Per Josefsson	1.6 %	1.6 %
Swedbank Försäkring	1.6 %	1.6 %

Aktien	
Reuterskod	Pled.st
Lista	
Kurs, SEK	19.1
Antal aktier, milj	48.7
Börsvärde, MSEK	929.6

Bolagsledning & styrelse	
VD	Jacques Näsström
CFO	Michaela Gertz
IR	Michaela Gertz
Ordf	Håkan Åström

Nästkommande rapportdatum	
FY 2016 Results	February 24, 2017

Analytiker	Redeye AB
Klas Palin	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
klas.palin@redeye.se	114 35 Stockholm



DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2016-11-29)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	40	42	20	8	19
3,5p - 7,0p	71	61	92	34	44
0,0p - 3,0p	9	17	8	78	57
Antal bolag	120	120	120	120	120

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.