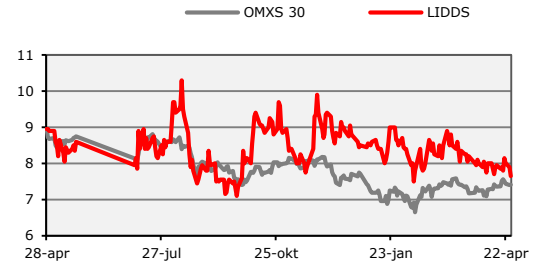


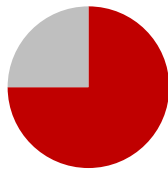
Sammanfattning
LIDDS (LIDDS.ST)
Redo att ta nästa steg

- Långa löptider riskerar att begränsa nyhetsflödet och således begränsad handel i aktien. Närmaste triggern är patientrekrytering till fas IIb-studien, vilket vi förväntar oss under 2H16, vi bedömer risken för förseningar som förhållandevis låg.
- Det kvarstår ett par år innan Liproca potentiellt når marknad vilket innebär att rörelseresultatet kommer vara påtagligt negativt framöver. Ett avtal kan dock förändra saker och ting och erbjuda stor uppsida för aktien. LIDDS teknikplattform förefaller vara unik och erbjuder uppsida utöver Liproca.
- Ett förtydligande gällande finansiering av studien skulle sannolikt ta bort en del osäkerhet i aktien. Ägarsidan har stabiliserats något med Wikow Venture närmar sig 10 % samtidigt som RVF kliver in som ny storägare. Vi gör inga större estimatförändringar och behåller vårt motiverade värde 23,5 SEK. LIDDS framstår fortsatt som snålt värderat relativt jämförbara bolag. (Se avsnitt scenarionanalys för bull och bear).

Lista: 111 MSEK
 Börsvärde: Life Science
 Bransch: Monica Wallter
 VD: Jan Törnell
 Styrelseordf:

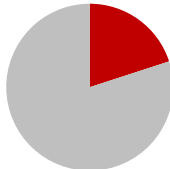

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



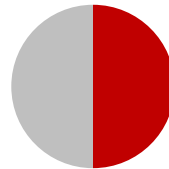
7,5 poäng

Ägarskap



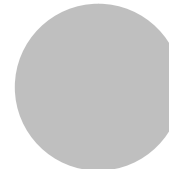
2,0 poäng

Vinstutsikter



5,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



1,0 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	0	0	0	0	57	Aktiekurs (SEK)	8,1
Tillväxt	-100%	0%	0%	0%	-	Antal aktier (milj)	13,7
EBITDA	-7	-8	-11	-12	40	Börsvärde (MSEK)	111
EBITDA-marginal	0%	Neg	Neg	Neg	92%	Nettoskuld (MSEK)	5
EBIT	-7	-8	-12	-12	40	Free float (%)	85 %
EBIT-marginal	0%	Neg	Neg	Neg	89%	Dagl oms. ('000)	0
Resultat före skatt	-7	-8	-12	-13	40		
Nettoreultat	-7	-10	-12	-13	40		
Nettomarginal	0%	Neg	Neg	Neg	215%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,57	-0,80	-0,87	-0,92	4,05	Ulrik Trattner	
P/E	0,0	Neg	Neg	Neg	2,0	ulrik.trattner@redeye.se	
EV/S	0,0	23854,8	28987,4	32136,4	0,7		
EV/EBITDA	2,3	Neg	Neg	Neg	0,7	Klas Palin	
						klas.palin@redeye.se	

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 vinststillväxt.

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 vinststillväxt. 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.

Kanada nästa!

Kostnaderna ökade i linje med våra förväntningar

Siffermässigt fortlöper LIDDS verksamhet i linje med våra förväntningar och nyhetsflödet har i övrigt varit förhållandevis begränsat. Vi tar med oss förtydligandet gällande design av fas IIb-studien som ska inkludera cirka 60 patienter i Sverige och Kanada och vi räknar med totala studiekostnader på cirka 25 miljoner kronor. Även om vi räknar med låga kostnader första halvåret 2016 och LIDDS tog in pengar i en riktad är vår bedömning att ett avtal eller ytterligare kapitalinjektion krävs för att vi ska känna oss trygga i finansieringen. Kliniska studier kommer innebära en kraftig kostnadsökning från och med 2H16 enligt vår prognos. Vår bedömning är att värdegapet mellan aktien och vår värdering kommer att minska i takt med ökad transparens gällande projekten och när bolaget succesivt närmare studiedata.

Låg värdering då LIDDS är relativt oupptäckt

Kostnaderna växer i linje med förväntan. Kostnaderna ökade marginellt i 1Q16 jämfört med föregående år. Operationella kostnader uppgick till 1,5 miljoner kronor mot förväntade 2,2. Kassan uppgick vid slutet av 1Q16 till 11,4 miljoner kronor. LIDDS har även fått in en ny huvudägare i Recipharm Venture Fund, onekligen är en stabil ägare och vi förväntar oss ett långsiktigt engagemang och samarbete gällande produktion av Liproca samt övriga substanser.

Mindre förändringar i kostnadsprognoserna – ingen inverkan på motiverat värde

Låg värdering kan ge möjligheter för den långsiktige. LIDDS värderas idag till 111 MSEK vilket ger ett teknologivärde på endast 100 MSEK. Det anser vi vara en mycket låg värdering relativt många övriga bioteknikbolag i kliniska fas II-studier. Det gör att LIDDS kan bli en bra aktieplacering för den långsiktige. Vi behåller vårt motiverade värde på 23,5 SEK och vi bedömer möjligheterna som goda för LIDDS att få jackpot i form av ett partneravtal efter avslutade fas IIb-studier, enligt vår bedömning 2018. Samtidigt står aktieägarna själva med risken fram till dess.

Bra risk-reward i LIDDS

Binärt bolag – brett värderingsintervall. Vi är positiva till LIDDS och tror att bolaget bär på en del dolda värden. Med en plattform som bygger på redan välstuderade aktiva substanser är utvecklingsrisken begränsad samtidigt som vägen till marknad är både kortare och mindre kostsam. Dock är en investering i aktien i hög grad av binär karaktär. LIDDS har enbart ett projekt i klinisk fas. Risken är således överhängande att värdet står och faller på ett projekt/klinisk studie. Det finns en övervägande risk att forskningen drar ut på tiden och därmed kostar betydligt mer än vad man initialt tänkt sig. Dock framstår marknadens värdering utav bolaget blyg i förhållande till de möjligheter LIDDS projekt erbjuder.

Svåra biverkningar en avgörande faktor att flera patienter går obehandlade.

Konvertering av patienter nyckeln till framgång

Behandling med så kallat aktiv patientövervakning för patienter med klinisk lokaliserad prostatacancer (steg I-II) är enligt datamonitor lägst i Japan och Spanien (5 procent på respektive marknaderna) och högst i Storbritannien (27 procent av patienterna). Aktiv övervakning (även kallad avvaktande observation) definieras som en period där patient övervakas med vetskapen om att i framtiden kommer vara i behov av kliniskt ingripande, oftast när det finns tecken på progression (förhöjt PSA värde). Detta skiljer sig från observation, vilket är en period av övervakning följt av kliniskt ingripande genom symtomlindring. De kliniska behandlingsriktlinjerna på samtliga marknader uppger att aktiv övervakning är en lämplig strategi för hantering av kliniskt lokaliserad prostatacancer (NCCN prostatacancer riktlinjer klinisk behandling, 2016; NCCN Asien Consensus Statement, 2013; Parker et al, 2015).

Liproca erbjuder patienter ett alternativ till kirurgi och besparar patienten således år av svåra biverkningar.

Det varierande resultatet mellan marknaderna speglar enligt vår mening en pågående debatt om huruvida terapeutisk ingripande i nydiagnostiserade patienter förbättrar resultatet, och om fördelarna överväger riskerna. På ena sidan argumenterar vissa onkologer och urologer att ökat antal PSA- tester har resulterat i en överdiagnos av prostatacancer och att patienter med tidig/låg risk inte är i behov av omedelbar behandling och i vissa fall kanske aldrig behöva behandlas. De hävdar att det inte finns tillräckligt kliniska bevis som tyder på att fördelarna överväger de potentiella biverkningar av kliniska insatser för dessa patienter till exempel: risken för urininkontinens eller impotens med radikal prostatektomi.

Liproca Depot kan vara det alternativet då man erbjuder (i kliniska studier) en mer fördelaktig biverkningsprofil.

Faktum kvarstår dock att 5-27 procent av patienterna på de större marknaderna går obehandlade i brist på bättre behandlingsalternativ. Därmed anser vi att det finns ett stort medicinskt behov av bättre behandlingsalternativ. Liproca Depot kan vara det alternativet då man erbjuder (i kliniska studier) en mer fördelaktig biverkningsprofil. Liproca kan ges till patienter i båda ändarna av spektrumet, dels tidigt diagnostiserade patienter för att skjuta upp behovet av kirurgi, dels äldre patienter där den medicinska nyttan ej överstiger livskvaliteten för patienten med förväntad kort överlevnad.

Camurus kan ge en fingervisning när man nått en mer etablerad ställning på marknaden.

Nya depålösningar gör framsteg

Vi har sett nykomlingar komma till börserna som Camurus och Xbrane, båda aktiva med depot lösningar inom prostatacancer (båda bygger på leuprolide). Även om prostatacancer utgör en begränsad del av Camurus verksamhet kan bolaget ge en fingervisning vilken potential LIDDS plattform bär på när man nått en mer etablerad ställning på marknaden. Inom segmentet depålösningar tror vi att LIDDS har en stark grogrund för att i framtiden erbjuda stor uppsida som beredningsform för svårbehandlade cancerindikationer eller livcykelhantering för preparat där patent utgått.

Intensiv konkurrens inom depotformuleringar

Konkurrenssituationen inom depåformulering är intensiv samtidigt som vi anser att LIDDS är ensamma med en kroppsegen, lokal behandlingsberedning med jämn frisättning över sex månader.

Biokompatibel substans möjliggör intratumoral behandling utan behov av kontinuerliga invasiva ingrepp. Således ser LIDDS teknologi initialt ut att vara framträdande i jämförelse med konkurrenterna. Frågan som kvarstår är vad som krävs för att LIDDS ska gå samma väg som t.ex. Camurus och etablera ett samarbete med en etablerad global aktör.

Urval depålösningar

Läkemedel	Namn	Administrering	Doseringsfrekvens	Indikation	Bolag	Land/region
Lanreotide acetate	Somatuline Depot	SC	1/mån	Akromegali	Tercia*	US
Risperidone	Risperdal Consta	IM	2/mån	Schizofreni	Janssen	US
Naltrexone	Vivitrol	IM	1/mån	Alkoholberoende	Alkermes	US
Somatropin	Nutropin Depot	SC	2/mån	Hormonterapi	Genentech	US
Leuprolide acetate	Lupron Depot	IM	Var 1-6 mån	Avancerad prostatacancer	Abbot	US
Triptorelin pamoate	Trelstar	IM	Var 1-6 mån	Avancerad prostatacancer	Watson Pharma	US
Octreotide acetate	Sandostatin LAR Depot	IM	1/mån	Akromegali	Novartis	US
Lanreotide acetate	Somatuline LA	IM	2/mån	Akromegali	Ipsen	Europa
Leuprolide acetate	Eliguard	SC	Var 1-6 mån	Avancerad prostatacancer	Sanofi	US
Goserlin acetate	Zoladex Depot	SC	Var 1-3 mån	Avancerad prostata/bröstcancer	Astra	US
Abarelix	Plenaxis Depot	SC	Var 1-3 mån	Avancerad prostatacancer	Amgen	US

Källa: Bolagssidor, Datamonitor & Redeye Research

Finansiella prognoser

*Drivs framåt med
förhållandevis låga
kostnader*

LIDDS projekt drivs framåt med förhållandevis låga kostnader. Kommande kliniska studier och breddad produktportfölj väntas dock ge ökade kostnader redan under 2016. Vi har tidigare uppskattat kostnaderna för Liproca fas IIb-studier till cirka 25 miljoner kronor, en prognos vi i dagsläget står fast vid.

Vår och även bolagets förhoppning är att på sikt utlicensiera projekten och flytta över såväl finansiering som utvecklingsrisk till en partner. Kostnadsprognoserna för 2016 innefattar att Liproca-studien initieras 2H16.

Kostnadsprognos				
(MSEK)	2014	2015	2016P	2017P
Nettoomsättning	0	0	0	0
Övriga externa kostnader.	-5,2	-4,6	-9,9	-12,1
Personalkostnader	-1,8	-3,2	-3,3	-3,4
EBITDA	-7,0	-7,8	-13,2	-15,5
Avsk- av materiella anl.	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-7,0	-7,8	-13,2	-15,4
Res. Från finansiella poster	0,1	0,1	0,2	0,2
Resultat före skatt	-6,9	-7,7	-13,0	-15,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat	-7,1	-7,7	-13,0	-15,2

Källa: Redeye Research

*Ökade kostnader från och
med 2H16*

Låga övriga externa kostnader och utvecklingskostnader ligger i linje med den kliniska aktiviteten. LIDDS är i förberedande stadiet inför fas IIb-studier och diskuterar med relevanta myndigheter gällande design av studien. År 2016 är det främst arbetet kring Liproca som driver kostnaderna i vår prognos och vi famlar något i blindo gällande kostnader för de övriga projekten. LIDDS har ännu inte kommunicerat någon klinisk tidsplan för docetazel- och doxorubicin projekten. Vi är dock övertygande om att aktiviteten kommer att tillta redan under 2016 och kommer framförallt påverka resultatet för 2017/18 då vi förväntar oss avancemang till kliniska studier.

*Licensavtal efter
avslutade studier*

I vårt bas-scenario räknar vi att LIDDS tecknar ett licensavtal 2018 och erhåller 7 miljoner dollar (cirka 58 miljoner kronor) i kontantersättning vid avtalets undertecknande. Med våra kostnadsestimat och antagande om licensavtal år 2018 kommer LIDDS troligtvis behöva ytterligare kapitalinjektion på cirka 25-30 miljoner kronor det närmsta året.

Aktie & värdering

Motiverat värde 23,5

Vi behåller vårt motiverade värde på 23,5 SEK och vill fortsatt trycka på att utfallet i aktien är binär och resultat från fas IIB-studien kan driva aktien mot bull eller bear-case. Samtidigt måste ledningen leverera på uppsatta mål för att nå vårt base case. Handelsmönstret i LIDDS har det senaste året präglats av ett överhång i aktien och motstånd vid 9 SEK. Vad som indikeras är att det finns en eller ett fåtal aktieägare med positioner stora nog att dämpa aktieutvecklingen. Vad vi kan utläsa har en huvudägare sålt av cirka 640,000 aktier på nivåer kring 9 SEK sedan årsskiftet 2015, kvar är dryga 300,000 aktier. En stor del av positionen är således ute och kommer på sikt inte utgöra samma dämpande effekt.

Licensavtal den stora värddrivaren

Den stora värddrivaren för aktien är ett licensavtal med en partner. Utan partneravtal bär aktieägarna ensam på risken i projekten. Utvecklingsrisken är som tidigare nämnts begränsad. Marknadsrisken är dock betydande och vår bedömning är att LIDDS är i behov av en stark samarbetspartner för att nå marknad. Som vi lyft fram tidigare ser vi ett finansieringsbehov om ca 25-30 MSEK. För att spegla vilken inverkan en kapitalanskaffning har på värderingen har vi räknat med en emission på 25 miljoner kronor till olika rabatter mot rådande kurs.

Betydande rabatt mot övriga läkemedelsutvecklingsbolag

LIDDS handlas fortsatt till rabatt mot övriga läkemedelsutvecklingsbolag i klinisk utvecklingsfas. Vi förväntar oss ökad transparens och således nyhetsflöde från bolaget fram tills data presenteras för Liproca. För varje indikation till avancemang för forskningsportföljen eller närmade till partneravtal kommer ge aktien bränsle.

Option/ kassaflödesvärdering						
Projekt	Sannolikhet marknad	Royaltysats	Peak sales	Lansering	Peak år	Marknadsvärde (MSEK)*
Liproca Depot (prostatacancer)	30%	21%	390	2021	2026	277
Lidox Depot (Doxorubicin)	nm	nm	nm	nm	nm	0
Docetaxel	nm	nm	nm	nm	nm	0
LIDDS Depot plattform	nm	nm	nm	nm	nm	50
Totalt			390			327
Nettokassa						11
Ackumulerade adm. Kostnader (MSEK)						-42
Motiverat börsvärde						297
Värde per aktie	SEK/aktie antagande om emission om 25 MSEK (35%)		SEK/aktie antagande om emission om 25	SEK/aktie antagande om emission om 25	Utgångsläge SEK/aktie	
Liproca Depot	14,5		15,7	16,6	20,2	
Lidox Depot (Doxorubicin)	0		0	0	0	
Docetaxel	0		0	0	0	
LIDDS Depot plattform	2,6		2,8	3,0	3,6	
Antal aktier (m)/tillförd likvid (MSEK)						
19,1			25			
17,6				25		
16,7					25	
13,7 (nuvarande antal)						0,0
Totalt SEK/aktie*	16,8		18,2	19,2	21,6	

Källa: Redeye Research

*Värderingen baseras på 8,3 SEK/USD och ett avkastningskrav på 17 %

Triggers för aktien

Framöver förväntar vi oss ett nyhetsflöde som ska täppa igen värdegapet mellan aktiekurs och vår värdering på 23,5 SEK. Vi förväntar oss att fas IIb-studien ska avslutas i början av 2017. Ska man verkligen behöva vänta fram till dess för att få aktien att röra på sig? Självklart inte. Vi förväntar oss följande nyhetsflöde från bolag:

- LIDDS licensierar ut plattformen för valda indikationer. Att nyttja LIDDS plattform för vidareutveckling av äldre terapier är klart fördelaktigt ur ett kostnads- och utvecklingsriskperspektiv.
- Lidox Depot (doxorubicin) och docetaxel avancerar till kliniska prövningar. Ett kliniskt avancemang med någon av de två aktiva substanserna ökar visserligen kostnaderna men även värdet i den kliniska portföljen.
- Vi är optimistiskt inställda till att utfallet från fas IIb-studien kommer att vara tillfredställande då vi anser att Liprocas utvecklingsrisk är begränsad (se intialanalys). Ett partneravtal blir troligt gällande då LIDDS har färdigställt studien, enligt vår bedömning 2H17-1H18. Ett eventuellt bakslag kan dock få mycket kraftigt genomslag på aktien och kan även komma att äventyra bolagets existens.
- Vi ser risk att LIDDS kommer att genomföra en emission för att finansiera expansion av kliniska projekt. Uppskattningsvis ser vi ett behov om en kapitalinjektion om ca 25-30 miljoner kronor.

Triggerkalender

	Nyhet	Kurspåverkan	Tidshorisont
Liproca - Resultat fas 2b	Positiv/Negativ (binärt)	Mycket stor	12-24 mån
Liproca- Initiering av fas 3 studier	Positiv	Mycket stor	24 mån
Liproca- Licensavatal	Positiv	Mycket stor	24 mån
Licensiering Depot plattform	Positiv	Mycket stor	12 mån
Kliniskt avacemang Lidox och/eller docetaxel	Positiv	Stor	12 mån
Nyemission	Negativ	Stor	12-24 mån

Källa: Redeye Research

Scenarioanalys – Bull & Bear

Vi bedömer sannolikheten att Liproca når marknaden till 30 procent vilket utgör sannolikheten för vårt Base Case. Nedan redogör vi kortfattat för de antaganden som vi använder oss av i vårt huvudscenario: Base case-scenario: Med utgångspunkt i dagens kliniska data är vårt motiverade värde per aktie **23,5 SEK** med reservation för att extern finansiering kan bli nödvändig. 7

- Liproca Depot ingår ett samarbetsavtal inför fas III-studier år 2018 där totalvärdet uppgår till 65 miljoner USD, varav 7 miljoner dollar i kontantbetalning (eng. upfront payment).
- Bolaget erhåller en hög royalty på 22 procent vid marknads lansering av Liproca. Vi bedömer sannolikheten att Liproca når marknaden till 30 procent.
- Liproca Depot lanseras under 2021 och når toppförsäljning år 2026 på 390 miljoner dollar.

Vårt bull-case och räknar in kliniskt avancemang för docetaxel. Vi gör fortsatt bedömningen att Liproca lanseras 2021 och ingår licensavtal inför fas III studier 2018. Vårt motiverade värde per aktie uppgår i detta scenario till **71,0 SEK per aktie**.

Liproca ingår ett samarbetsavtal under 2018 där totalvärdet uppgår till 150 miljoner dollar varav 15 miljoner dollar utgör kontantbetalning.

- Bolaget erhåller en högre Royalty på 23 procent vid marknads lansering av Liproca.
- Liproca når i detta scenario top-försäljning på 663 miljoner dollar.
- Avancerar med doxorubicin in i klinisk utveckling inom 12 månader och ingår avtal efter klinisk fas I studier. Avtalets värde uppgår till 120 miljoner kronor varav en kontantersättning på 2 miljoner dollar utbetalas vid avtalets påskrift.
- Avancerar med docetaxel in i klinisk utveckling inom 18 månader och ingår avtal efter klinisk fas I år 2020. Avtalets värde uppgår till 130 miljoner kronor varav en kontantersättning på 3 miljoner dollar utbetalas vid avtalets påskrift.

I vårt pessimistiska scenario (Bear case) räknar vi med att fas IIb-data inte lever upp till förväntningarna och läggs ner. Vi ser fortsatt ett värde i plattformen och potential i de övriga framkörda projekten. Både den kliniska och kommersiella risken är betydande och kvar vid justering blir ett värde per aktie som uppgår till **0,75 SEK** per aktie.

- Liproca läggs ner efter fas IIb-studier.
- Plattformen har fortsatt potential att såväl utlicensieras, säljas och/eller generera nya projekt för LIDDS.
- Övriga projekt måste finansieras upp för att avancera till kliniska studier.

Investment case

Målet är att reducerar den kliniska utvecklingsrisken samtidigt som man utnyttjar möjligheter till förkortad regulatorisk väg för marknadsgodkännande (snabbare och mindre kostsam).

LIDDS utvecklar nya läkemedelskandidater baserat på redan godkända, existerande läkemedel och aktiva substanser kombinerat med bolagets patenterade depot (kalciumsulfat) lösning. Målsättningen är att effektivisera äldre läkemedel inom indikationer där behandling kan effektiviseras genom lokal frisättning av aktiv substans. En strategi som reducerar den kliniska utvecklingsrisken samtidigt som man utnyttjar möjligheter till förkortad regulatorisk väg för marknadsgodkännande (snabbare och mindre kostsam). LIDDS depot lösning möjliggör kroppsegen, lokal administrering med en fördröjd och jämn frisättningsprofil över sex månader, en teknologi som LIDDS enligt vår mening är ensamma om. Fördelen med lokal behandling är effektivare behandling och mer gynnsam biverkningsprofil. Patenterad teknologiplattform kan vidare bidra till stark positionering av LIDDS produktportfölj i kommersiellt attraktiva terapiområden.

Klinisk tillgång i fas II (Liproca) och fler projekt redo att flyttas fram i pipelininen

LIDDS har en klinisk tillgång (Liproca) och två formuleringsprojekt (docetaxel och doxorubicin), samtliga utvecklade med LIDDS depot-formulering. Längst kliniskt avancerade projektet, Liproca Depot, är en läkemedelskandidat för behandling av klinisk lokaliserad prostatacancer. Under andra halvåret 2015 slutförde LIDDS fas IIa-studier med totalt 28 patienter i tre dosnivåer. Nästa steg är att i en fas IIb-studie vidare påvisa effektsamband på PSA-värde och prostatavolym vid behandling med Liproca. Vi förväntar oss att studien inleds under andra halvåret 2016 och slutförs första halvåret 2018. Klinisk studiedata kommer utgöra en trigger för aktiekursen, dels då resultat vid positivt utfall vidare validerar såväl Liproca som plattformen och öppnar upp för parteravtal.

Licensavtal flyttar stor del av risken från aktieägarna och erbjuder stor uppsida

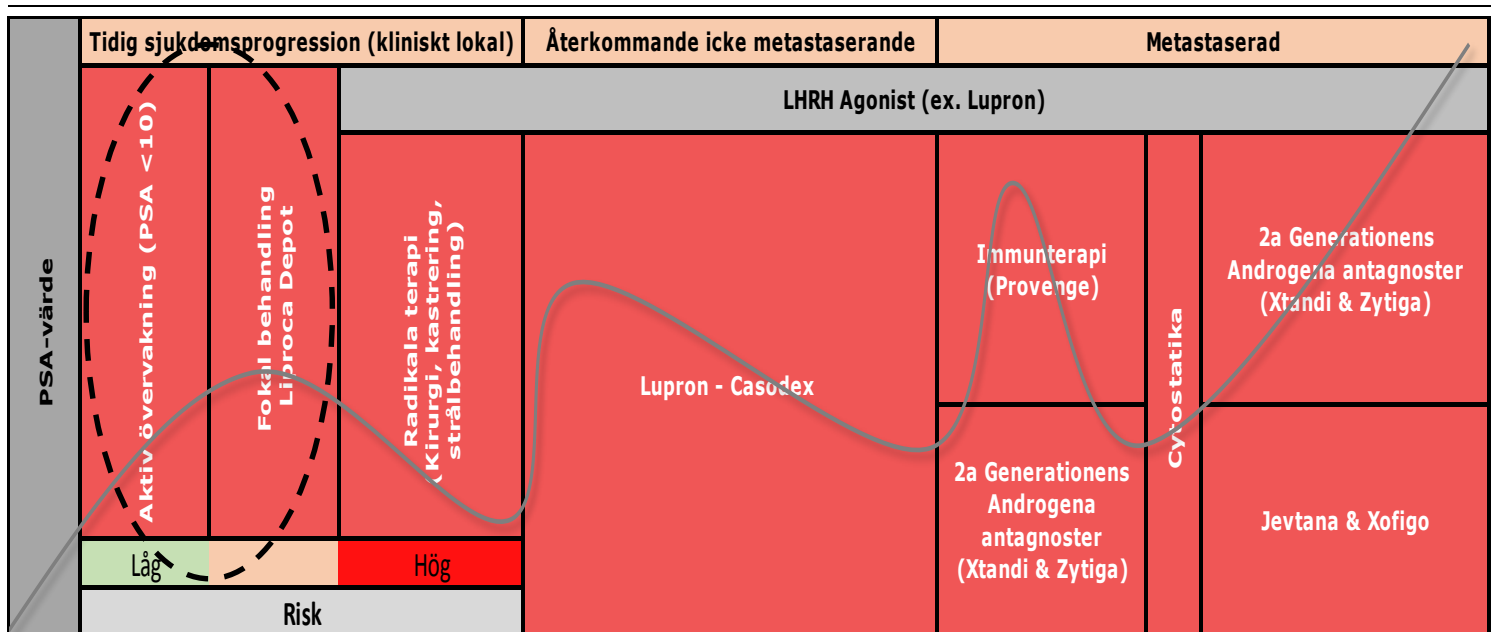
Den stora värdedrivaren för aktien är ett licensavtal med partner. Utan partneravtal bär aktieägarna ensamma risken i projekten. Utvecklingsrisken är som tidigare nämnt begränsad. Marknadsrisken är dock betydande och vår bedömning är att LIDDS är i behov av en stark samarbetspartner för att nå marknad. Vidare är viktig aspekt det patientsegmentet Liproca riktar sig mot. Antalet patienter som ingår fokal behandling är begränsat samtidigt som Kirurgi och strålbehandling fortsatt är det dominerande behandlingsalternativet, alternativt går patienterna obehandlade (aktiv övervakning).

Appendix- behandlingsalternativ

Nya behandlingsalternativ blir allt vanligare för patienter som inte är lämpliga kandidater för radikala behandlingsalternativ (operation, strålbehandling och kastrering), men bedöms ligga i riskzonen eller inte är nöjd med avvaktande behandling. Fokal terapi omfattar mycket lokal behandling av prostata lesioner (tumör). Fokala terapier inbegriper insatser som radiofrekvens ablation (en icke-kirurgisk behandling som dödar cancerceller genom elektrisk värme), fotodynamisk terapi (laserterapi), kryoterapi (flytande kväve för att frysa och döda cancerceller) samt lokala depot lösningar.

Fokal terapi erbjuder lågriskpatienter diagnostiserade med prostatacancer alternativ utöver "aktiv övervakning" samtidigt som man minskar risken/behovet för kirurgiskt ingrepp. Av detta skäl har användningen av fokala terapier varit i en stigande trend. Vi tror att denna trend kommer att fortsätta i takt med nyare, bättre riktade terapialternativ blir tillgängliga, Liproca är en av dessa terapier.

Behandlingslanskap prostatacancer



Källa: Redeye Research & George D. Urology. 2013; 82; 00-00

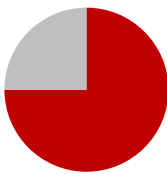
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

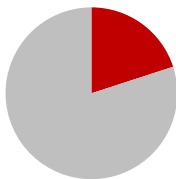
Vi justerar upp betyget för ägarskap med 1,0p då Wikow Venture närmast sig 10 % ägande samt RVF inträde i aktieägarlistan.

Ledning 7,5p



VD Monica Walters tillträdde 2015 i samband med bolagets byte ut samtliga i styrelsen. Genomgående för bolagets ledning har en omfattande erfarenhet av läkemedelsutveckling och stor marknadskännedom. Bolaget har fortfarande bevisbördan hos sig när det gäller att kommersialisera sina tillgångar då utvecklingen tagit tid, något som väger in som ett litet minus.

Ägarskap 2,0p



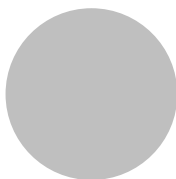
Ingen i styrelsen eller ledningen har något betydande ägande i bolaget vilket väger ner ägandet mycket tungt. Wikow Venture närmar sig 10 % samtidigt som RVF gick in som en av de större ägarna i LIDDS. Vi gör således bedömningen att de större ägarna i LIDDS har finansiella resurser att stötta bolaget om ytterligare en kapitalanskaffning skulle bli nödvändig. Det finns gott om utrymme för LIDDS att förbättra sig och vi ser framför oss att såväl styrelse och ledning tar större ägandeandelar i bolaget.

Vinstutsikter 5,0p



LIDDS har en teknologiplattform som har potential att generera ett flöde av nya läkemedelsprojekt i framtiden. Bolagets första projekt riktar sig mot en av de största marknaderna för cancer. Utvecklingen av projekten sker dock i en konkurrensutsatt miljö där mer eller mindre liknande projekt utvecklas av andra företag och organisationer. Vi anser att bolaget positionerat sig väl för att inom 5 år nå ett läge där man har en produkt i marknaden.

Lönsamhet 0,0p



Bolagets historiska förluster har löpande finansierats av ägarna. Det svaga utfallet i Redeyes rating för bolagets lönsamhet baserar sig på dessa historiska underskott. Vi förväntar oss dock att bolaget ingår licensavtal vid fas III studier vilket i sin tur ger lönsamhet.

Finansiell styrka 1,0p



Bedömningen av bolagets finansiella styrka baserar sig på de historiska resultat som LIDDS har uppvisat. LIDDS tog in pengar i en riktad emission under 2015 som stärkte den finansiella positionen något. Vi ser dock en påtaglig risk att ytterligare kapitalinjektion är nödvändig för att finansiera kliniska studier.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	0	0	0	0	26
Summa rörelsekostnader	-7	-8	-11	-12	-2
EBITDA	-7	-8	-11	-12	24
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	-1	-1	-1
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-7	-8	-12	-12	23
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	49
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-7	-8	-12	-13	72
Skatt	0	-2	0	0	-17
Nettoresultat	-7	-10	-12	-13	55
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	18	16	11	6	93
Kundfordringar	1	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	19	16	12	6	94
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	6	6	6	6	6
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	69	69	69	69	13
Övr. anlägg. tillg.	5	5	5	5	5
Summa anlägg.	80	80	80	80	24
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	99	96	91	86	118
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	16	23	0
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	0	0	16	23	0
Räntebr. skulder	2	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	1	1	1	1	1
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	2	1	17	24	1
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	96	86	75	62	117
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	96	86	75	62	117
Summa skulder och E. Kap.	99	87	91	86	118
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	0	0	0	0	26
Sum rörelsekost.	-7	-8	-11	-12	-2
Avskrivningar	0	0	-1	-1	-1
EBIT	-7	-8	-12	-12	23
Skatt på EBIT	0	-2	0	0	-5
NOPLAT	-7	-10	-12	-12	18
Avskrivningar	0	0	1	1	1
Bruttokassaflöde	-7	-10	-11	-12	18
Föränd. i rörelsekap	-1	1	0	0	0
Investeringar	-8	0	-1	-1	55
Fritt kassaflöde	-15	-9	-12	-12	73
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	98%	99%	82%	72%	99%
Skuldsättningsgrad	2%	0%	22%	37%	0%
Nettoskuld	-16	-16	5	18	-93
Sysselsatt kapital	80	71	79	79	24
Kapit. oms. hastighet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	-100%	0%	0%	0%	644 900 %
VPA-tillväxt (just)	82%	41%	8%	6%	-541%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK
WACC	17,0 %
Motiverat värde per aktie, SEK	23,5
Börskurs, SEK	8,1

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-8%	-11%	-15%	-18%	62%
ROCE	-8%	-9%	-13%	-14%	72%
ROIC	-10%	-12%	-17%	-15%	22%
EBITDA-marginal	0%	-	-	-	92%
EBIT-marginal	0%	196200%	279206%	287881%	89%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,57	-0,80	-0,87	-0,92	4,05
VPA just	-0,57	-0,80	-0,87	-0,92	4,05
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-1,30	-1,24	0,36	1,28	-6,82
Antal aktier	12,46	12,46	13,71	13,71	13,71

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	-16,2	95,4	116,0	128,5	17,6
P/E	0,0	-11,1	-9,3	-8,8	2,0
P/S	0,0	27 729,8	27 760,9	27 760,9	4,3
EV/S	0,0	23 854,8	28 987,4	32 136,4	0,7
EV/EBITDA	2,3	-12,2	-10,4	-11,2	0,7
EV/EBIT	2,3	-12,2	-9,8	-10,5	0,8
P/BV	0,0	1,3	1,5	1,8	0,9

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	14/16e	
1 mån	-1,2 %	Omsättning	0,0 %
3 mån	-6,4 %	Rörelseresultat, just	30,00 %
12 mån	-9,5 %	V/A, just	23,7 %
Årets Början	-4,7 %	EK	-12,1 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Wikander Lars	8,9 %	8,1 %
Partners För Utvecklingsinvestering	6,9 %	6,3 %
Avanza Pension	4,7 %	4,2 %
Hans Lennernäs	3,2 %	2,9 %
Cblnd-Bfcm	2,7 %	2,4 %
T-bolaget	2,5 %	2,3 %
Swedoccean	2,0 %	1,8 %
Peter Thelin	2,0 %	1,8 %
Gundvald Berger	1,8 %	1,7 %
ALMI	1,8 %	1,6 %

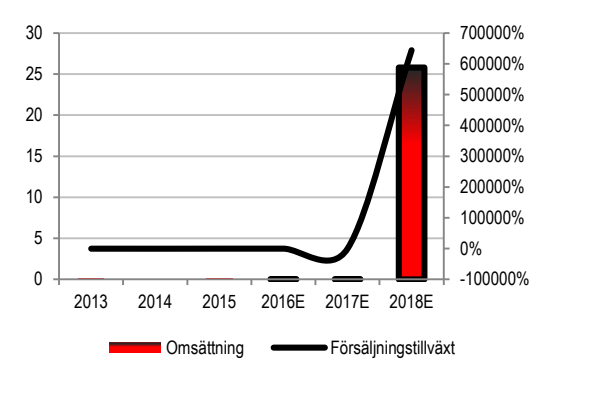
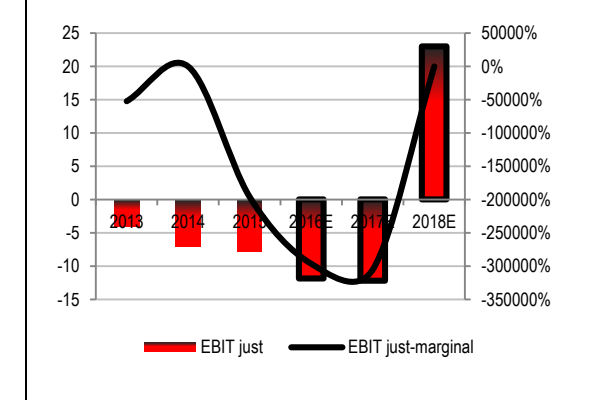
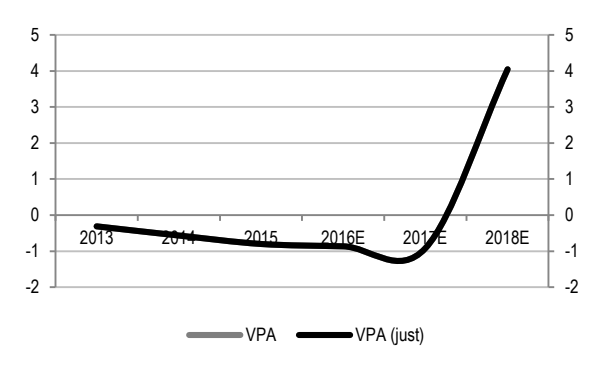
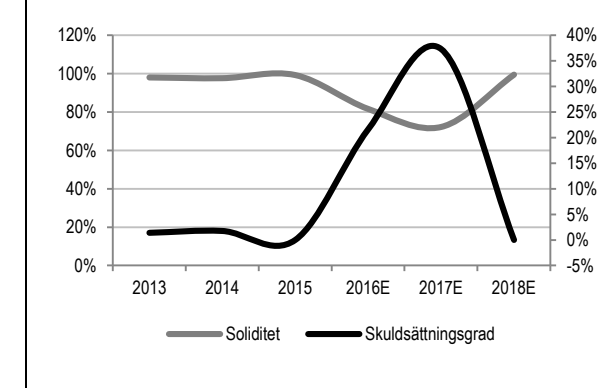
Aktien	
Reuterskod	LIDDS.ST
Lista	
Kurs, SEK	8,1
Antal aktier, milj	13,7
Börsvärde, MSEK	111,0

Bolagsledning & styrelse	
VD	Monica Wallter
CFO	Bengt Norvik
IR	
Ordf	Jan Törnell

Nästkommande rapportdatum

Analytiker	Redeye AB
Ulrik Trattner	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
ulrik.trattner@redeye.se	114 35 Stockholm

Klas Palin
klas.palin@redeye.se

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt</p>	 <p>Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: — VPA — VPA (just)</p>	 <p>Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad</p>
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Ulrik Trattner äger aktier i bolaget: Nej Klas Palin äger aktier i bolaget: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>LIDDS utvecklar produkter baserat på en patentskyddad och kliniskt testad drug delivery-teknologi. De unika egenskaperna hos den farmaceutiska depå-formuleringen utgör grunden för LIDDS teknologiplattform för utveckling av nya läkemedelsprodukter. LIDDS grundades av forskare och entreprenörer vid Uppsala universitet, Göteborgs universitet samt av life science inkubatorn PULS AB. De unika egenskaperna i LIDDS drug delivery-teknologi är att frisättningshastigheten kan modifieras och anpassas efter olika kliniska behov, den är injicerbar i många olika vävnader och tolereras väl, den försvinner efter hand och är dessutom synbar med ultraljud vid injektion, vilket möjliggör kontrollerad placering intill sjuk vävnad (ex tumörvävnad).</p>

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

Redeys 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 Redeys 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 Redeys analysbevakning

Redeys 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 Redeys 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 (2016-04-28)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	38	42	19	7	17
3,5p - 7,0p	68	57	88	33	38
0,0p - 3,0p	4	11	3	70	55
Antal bolag	110	110	110	110	110

*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.