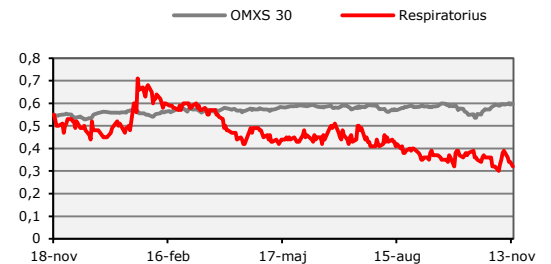


**Sammanfattning**
**Respiratorius (Resp.st)**
**Väntans tider är goda tider**

- Förhandlingarna med Genovis om en utlicensiering av RESP-3000 drar ut på tiden, vilket vi delvis tillskriver externa faktorer. Produkten är positionerad för en intressant marknad och ett positivt besked fortsätter att vara vårt huvudscenario.
- Rekryteringen av patienter till VALFRID-studien med VAL-001 pågår, även om takten förföll låg i det senaste kvartalet. Bolagets målsättning att lämna besked om studiens resultat till nästa års halvårsskifte är realistisk.
- I denna rapport diskuterar vi också konsekvenserna av att Novartis fick underkänt för sin HDAC-hämmare. Vårt motiverade värde för aktien på 50 öre står fast och ett positivt besked kring RESP-3000 ska hjälpa till att vända den svaga aktiekurstrenden.

Lista: Aktietorget  
 Börsvärde: 39 MSEK  
 Bransch: Biotech  
 VD: Johan Drott  
 Styrelseordf: Christer Fåhræus

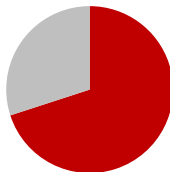

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



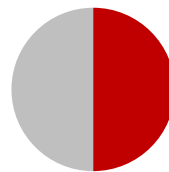
5,0 poäng

Ägarskap



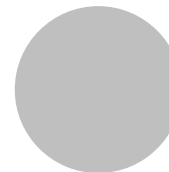
7,0 poäng

Tillväxtutsikter



5,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



0,0 poäng

**Nyckeltal**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	0	0	0	3	4	Aktiekurs (SEK)	0,3
Tillväxt	0%	-63%	33%	5 500%	39%	Antal aktier (milj)	121,7
EBITDA	-2	-2	-2	1	-4	Börsvärde (MSEK)	39
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	38%	Neg	Nettoskuld (MSEK)	-2
EBIT	-5	-5	-5	-3	-8	Free float (%)	100 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Dagl oms. ('000)	280
Resultat före skatt	-5	-5	-5	-3	-8		
Nettoresultat	-5	-5	-5	-3	-8		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,05	-0,05	-0,04	-0,03	-0,07	Sten Westerberg	
P/E	0,0	0,0	Neg	Neg	Neg		
EV/S	Neg	9,7	730,5	14,1	12,1		
EV/EBITDA	1,3	Neg	Neg	36,8	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 vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (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.

### Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter 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 Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och 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.

## **Utdragen förhandling med Genovis**

---

Respiratorius ligger i förhandling med svenska Genovis om ett avtal kring utvecklingen av RESP-3000, Respiratorius' biomarkör för diagnostik av kardiovaskulära sjukdomar. Projektet har genomgått en proof-of-concept studie i en biologisk modell och enligt senaste delårsrapporten slutfördes studien med "gott resultat". Skulle projektet lyckas väntar en starkt växande marknad som i dagsläget är värd över en miljard dollar.

I samband med att bolagen i augusti förra året meddelade att kontakt inletts kring ett samarbete uppgav Genovis att en utvärdering skulle vara klar runt årsskiftet 2013/14. Denna bedömning har visat sig för positiv. Vi menar att Genovis nyligen inledda patenttvist i USA kan vara en delförklaring till förseningen. Vi tror trots det att chanserna för ett avtal fortsätter att vara goda, även om vi något sänker förväntningarna på kontantdelen i en första betalning från Genovis.

### **Patientrekrytering i VALFRID-studien**

Av senaste delårsrapporten utläser vi att rekryteringen av nya patienter till VALFRID-studien inte går lika fort som planerat. VALFRID-studien befinner sig i fas IIa där VAL-001 testas tillsammans med standardbehandling på patienter med diffust storcelligt B-cellslymfon. Första patient i studien inkluderades i slutet av årets första kvartal och att döma av bolagets investeringsverksamhet var aktiviteten god under andra kvartalet, men i det tredje kvartalet verkar aktiviteten ha gått ned. Studien omfattar 20 patienter och det är okänt hur många som hittills har behandlats. Från början räknade bolaget med att studien skulle vara fullt rekryterad vid årsskiftet. Den kommunikationen ändrades i Q3-rapporten till att bolaget räknar med att kunna rapportera ett resultat vid halvårsskiftet nästa år.

### **Konkurrerande preparat fick underkänt av FDA-panel**

FDA:s rådgivande kommitte (Adcom) för cancerläkemedel röstade den 6 november emot att Novartis cancerläkemedel panobinostat bör godkännas. Panobinostat är inlämnad av Novartis till både amerikanska FDA och europeiska EMA för godkännande av behandling av patienter med blodcancersjukdomen multipelt myelom. Motgången hos kommittén gör att FDA i slutänden får svårt att godkänna preparatet. Panobinostat genomgår också tester på en rad andra cancersjukdomar.

Fem av FDA-kommitténs medlemmar röstade emot godkännande, två röstade för. Enligt den studie som låg till grund för mötet förlängde panobinostat överlevnaden för patienter med blodcancerformen multipelt myelom med 3,9 månader. FDA-kommittén noterade dock att den totala dödligheten, alltså inte endast i cancer, var högre i de patienter som tog

panobinostat. Dessutom valde fler patienter i panobinostat-gruppen att avsluta behandlingen i förväg jämfört med i placebo-gruppen.

Omröstningen är intressant ur Respiratorius synvinkel. Respiratorius mest framskridna projekt, VAL-001, har en verkningsmekanism som delvis påminner om panobinostat. Panobinostat är en hämmare av en grupp av enzymer som kallas för histone deacetylas (HDAC). Panobinostat hämmar flera av de olika HDAC-enzymerna (pan-HDAC) som utgör viktiga kugghjul i cancercellens delningscykel. Genom att störa eller blockera enzymerna stressas cancercellen till självmord (apoptos).

Novartis bakslag hos FDA-kommitten skulle kunna ses som ett bakslag för principen att brett blockera de olika HDAC-klasserna. Vi ser dock en rad skillnader mellan panobinostats fas III-program och VAL-001:

- Panobinostat testades på mycket sjuka patienter (upprepade återfall av multipelt myelom) i den studie som var uppe för diskussion hos FDA;
- VAL-001 testas i fas IIa på tidigare obehandlade patienter med blodcancerformen diffust storcelligt B-cellslymfom (DLBCL);
- Panobinostat förefaller vara en mer potent hämmare av HDAC, med aktivitet på tre olika klasser av HDAC-enzymerna (I, II och IV) samt på en annan enzymklass, DAC;
- VAL-001 hämmar två HDAC-klasser (I och II) och är tänkt att fungera som en potentiell kombination av antikroppen Rituxan, den huvudsakliga beståndsdel i läkemedelsbehandlingen av DLBCL;
- Doseringen av VAL-001 är mindre frekvent än för panobinostat

### **Konkurrens inom diffust b-cellslymfom**

Bakslaget hos FDA:s adcom minskar sannolikheten för att panobinostat kommer att få godkänt inom angränsande cancerformer, t ex diffust storcelligt B-cellslymfom (DLBCL), den indikation som Respiratorius undersöker för VAL-001. Flera studier pågår med panobinostat för denna indikation, bland annat i kombination med Rituxan.

Det är möjligt att se panobinostats bakslag som att konkurrens inom HDAC-klassen nu minskar. Det ska ställas mot att åtminstone två andra aktörer nyligen visat starka data på denna cancerform. Cancerjätten Celgene har meddelat att bolagets storsäljande produkt Revlimid visat god effekt på patienter med DLBCL i kombination med antikroppen rituximab (Rituxan, Roche). Ett fas III-program pågår och det är möjligt att kombinationen Revlimid plus Rituxan kan lämnas in för godkännande på DLBCL under 2015-16. Dessutom har tyska antikroppsbolaget Morphosys meddelat att bolaget kommer att inrikta utveckling av antikroppen MOR-

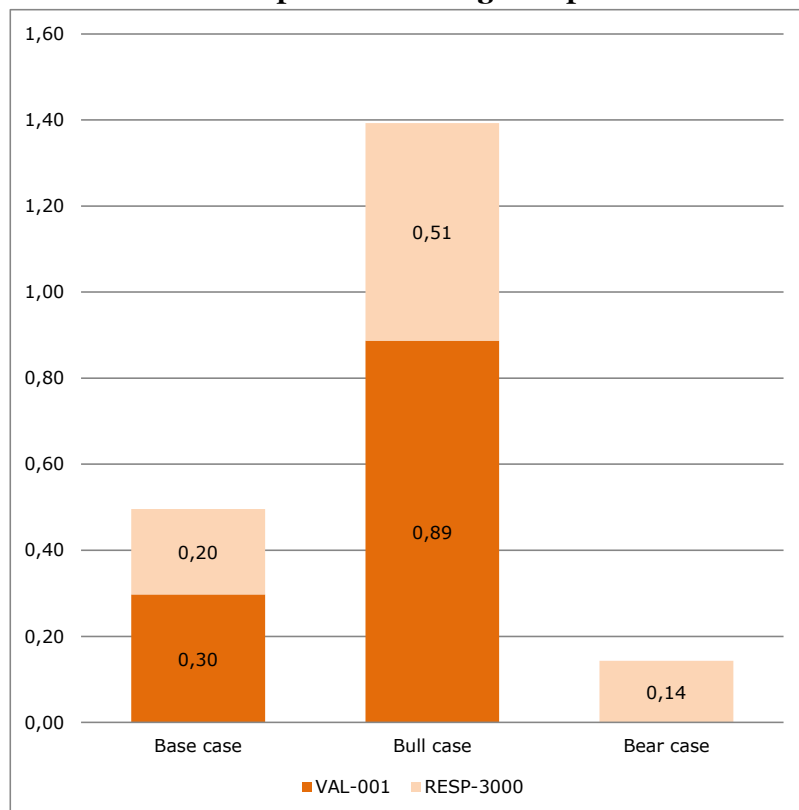
208 mot DLBCL. Detta senare ser vi dock inte som en konkurrent till VAL-001, som kommer att kombineras med en annan antikropp, Rituxan.

### Prognosändringar för Respiratorius

I vår tidigare analys av Respiratorius satte vi en 80 procentig chans att förhandlingarna med Genovis om biomarkören RESP-3000 ska leda till en betalning om 8 miljoner kronor till Respiratorius under 2015. Med tanke på Genovis meddelande förra veckan att bolaget inleder en patenttvist i USA har vi sänkt våra förväntningarna till en betalning på 4 miljoner kronor. En mindre riktad emission till Respiratorius utöver kontantbetalningen är också möjlig. Vår värdering av projektet ligger kvar på cirka 20 öre per aktie i ett base case.

Den senaste tidens nyhetsflöde kring VAL-001 och panobinostat föranleder oss inte att ändra på värderingen av projektet. Vi behåller ett värde på 30 öre per aktie som ett grundscenari. Även om kassapositionen kommer att vara mycket ansträngd runt nästa halvårsskifte, då data från VALFRID-studien ska presenteras, räknar vi med att resurser i någon form kommer att skjutas till för att tillåta avläsning av studieresultat. På basis av dessa data får aktieägarna sedan avgöra om VAL-001 ska tas vidare till en större fas Ib-studie, en så kallad proof-of-concept studie.

**Sum-of-the-parts-värdering i Respiratorius**



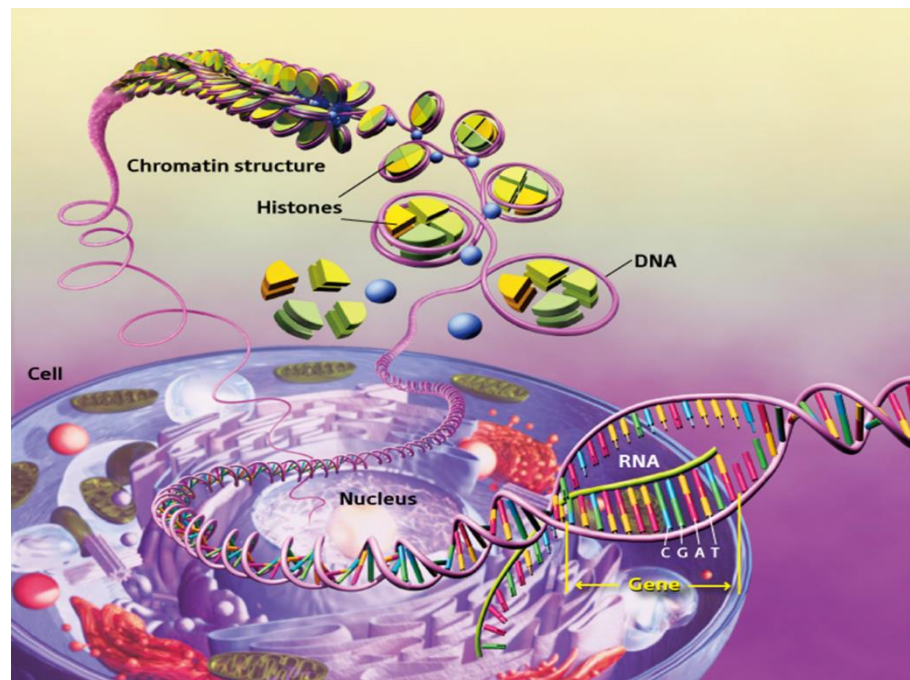
## Bakgrund – HDAC-enzymernas roll

I cellkärnan ligger DNA-molekylerna upprullade på histoner, ett protein som spelar en central roll i cellens delningscykel. Denna upprullade struktur kallas för kromatin. Acetylering av histoner orsakar strukturella ändringar på histon-DNA-komplexet (kromatinet), vilket resulterar i en förändrad grad av DNA-transkribering och proteinsyntes i cellen.

För att reglera histonerna och därmed strukturen på kromatinet, finns en familj av enzymer kallade histondeacetylasier. Ett kondenserat kromatin är hypoacetylerat, medan ett uppluckrat kromatin är hyperacetylerat och mottagligt för celledelning. Familjen histondeacetylasier består av 18 olika enzym-molekyler som återfinns i de flesta mänskliga celler. 11 av dessa enzym förkortas HDAC, uppdelade på fyra olika klasser. De använder zinkatomer för att utföra sin katalytiska aktivitet, att avlägsna acetylgrupper från olika intracellulära proteiner.

Kemisk hämning av HDAC Klass I är förknippat med hyperacetylering av histon-proteinet, vilket resulterar i oreglerat genuttryck och gör cellen mer sårbar. Många HDAC-hämmare, t<sup>o</sup>ex vorinostat, romidepsin, etinostat och panobinostat har visat effekt i cancerbehandling, men ger också upphov till omfattande biverkningar hos patienterna på grund av att effekten på genuttrycket är bred och drabbar såväl friska som sjuka celler. VAL-001 hämmar HDAC-enzymerna i både Klass I och II.

### Scematisk bild av kromatin-strukturen i cellkärnan



De blå prickarna i bilden är HDAC-enzymerna som reglerar hur pass tätt upprullad DNA-strängen ligger lindad kring histon-proteinet. En tätt upprullad DNA-sträng är svårare att skada vid läkemedels- eller strålbehandling.

## 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:

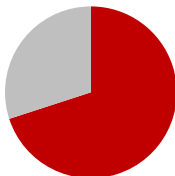
Här kommenterar vi manuellt förändringarna av värderingsnycklarna. Max 3 rader

Ledning 5,0p



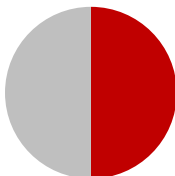
Respiratorius bytte som en följd av sin ompositionering ledarskap under 2013. Det är ännu för tidigt att uttala sig om VD levererat på utsatta operationella mål, även om rekryteringen av patienter till VALFRID-studien möjligen har försenats något. Kommunikationen kring viktiga projekt behöver också stärkas, t ex vad gäller licensieringsstrategi och kring rekryteringen av patienter till VALFRID-studien.

Ägarskap 7,0p



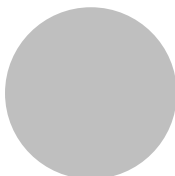
Huvudägaren har en omfattande erfarenhet av att hantera bolag som befinner sig i sin linda, både inom life science och IT-sektorn. VD återfinns bland bolagets största aktieägare. Vi bedömer att särskilt höga krav kommer att ställas på styrelse och ledning vid utformning och exekveringen av pågående och framtida kliniska studier.

Tillväxtutsikter 5,0p



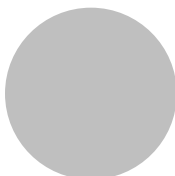
Den nödvändiga ompositionering som utförts av huvudägaren ser vi som ett styrketecken och i förlängningen hägrar ytterst lönsamma marknader. Cancerprojekt är intressanta investeringsobjekt, men också de projekt som är behäftade med högst risker i läkemedelsutveckling. Tillväxtutsikterna måste därför betecknas som i det närmaste digitala, även om RESP-3000 kan fungera som en motvikt.

Lönsamhet 0,0p



Respiratorius befinner sig långt, möjligen fem år, från den punkt där uthållig lönsamhet uppnås. Bolaget har också en historik av att investera i projekt som inte lyckats, vilket drar ned omdömet. Vi bedömer att bolaget under 2015 behöver ta in 10-20 miljoner kronor för att kunna starta en fas IIb-studie och sätta sig i en förhandlingsposition med möjlig licenstagare.

Finansiell styrka 0,0p



Nuvarande kassaposition kommer att räcka för att ta bolaget till 2015, men vi bedömer den som otillräcklig för att understödja den värdeskapande verksamhet som pågår i VAL-001 och RESP-3000. Erfarenhetsmässigt kommer fler nyemissioner att behövas under 2015-17. Vi ser också risk för nedskrivningsbehov i den gamla läkemedelsportföljen (1000/2000) uppgående till 5-7 miljoner kronor.



Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	0	0	0	3	4
Summa rörelsekostnader	-2	-2	-2	-2	-8
<b>EBITDA</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>

Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-3	-4	-3	-4	-4
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>

Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>

Skatt	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	3	0	3	0	0
Kundfordringar	0	0	0	0	0
Lager	0	0	1	1	0
Andra fordringar	0	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

<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.	18	15	14	14	14
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0

<b>Summa tillgångar</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>14</b>
-------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

**Skulder**

<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	2	3	1	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	0	0	2	2	2
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Räntebr. skulder	0	0	1	1	8
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>10</b>
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	17	12	16	12	4
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>4</b>

<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>14</b>
----------------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	0	0	0	3	4
Sum rörelsekost.	-2	-2	-2	-2	-8
Avskrivningar	-3	-4	-3	-4	-4
<b>EBIT</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
<b>NOPLAT</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>
Avskrivningar	3	4	3	4	4
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>
Föränd. i rörelsekap	2	0	-1	0	1
Investeringar	-21	-1	-2	-4	-4

<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-20</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>
-------------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	86%	80%	84%	84%	29%
Skuldsättningsgrad	3%	4%	4%	5%	204%
Nettoskuld	-2	0	-2	1	8
Sysselsatt kapital	15	13	13	13	12
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	0%	-63%	33%	5 500%	39%
VPA-tillväxt (just)	0%	2%	-14%	-37%	163%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	18,5 %	NPV FCF (2013-2015)	-13
		NPV FCF (2016-2022)	351
		NPV FCF (2023-)	-276
		Rörelsefrämjade tillgångar	0
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	62

Antaganden 2015-2021		<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>0,5</b>
Genomsn. förs. tillv.	118,9 %	Börskurs, SEK	0,3
FRIT-marginal	78,8 %		

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	0%	-35%	-37%	-23%	-103%
ROCE	-56%	-33%	-35%	-22%	-67%
ROIC	0%	-33%	-40%	-24%	-65%
EBITDA-marginal	-1704%	-4000%	-4200%	38%	-108%
EBIT-marginal	-5034%	-13512%	-10200%	-114%	-215%
Netto-marginal	-5063%	-13848%	-10200%	-114%	-215%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0,05	-0,05	-0,04	-0,03	-0,07
VPA just	-0,05	-0,05	-0,04	-0,03	-0,07
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,02	0,00	-0,02	0,00	0,07
Antal aktier	106,70	106,70	121,70	121,70	121,70

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	-2,1	0,4	36,5	39,5	47,0
P/E	0,0	0,0	-7,6	-12,2	-4,6
P/S	0,0	0,0	778,9	13,9	10,0
EV/S	-21,4	9,7	730,5	14,1	12,1
EV/EBITDA	1,3	-0,2	-17,4	36,8	-11,2
EV/EBIT	0,4	-0,1	-7,2	-12,4	-5,6
P/BV	0,0	0,0	2,5	3,2	9,8

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
1 mån	-8,6 %	Omsättning	-29,3 %
3 mån	-20,0 %	Rörelseresultat, just	0,61 %
12 mån	-41,8 %	V/A, just	-6,1 %
Årets Början	-28,9 %	EK	-5,6 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Fåhraeus Christer bolag	0,0 %	19,2 %
Valcuria Holding AB	0,0 %	8,9 %
Strandqvist Filip	0,0 %	5,5 %
Lönn Mikael	0,0 %	4,6 %
Avanza Pension Försäkring AB	0,0 %	4,6 %
Rasjö Staffan	0,0 %	4,4 %
Harvig Hans o bolag	0,0 %	3,7 %
Aduno AB	0,0 %	2,1 %
Lundström Jan o bolag	0,0 %	1,9 %

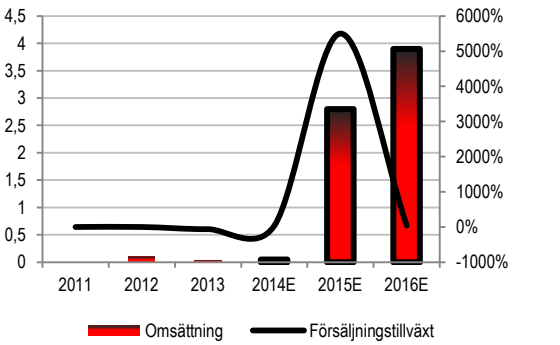
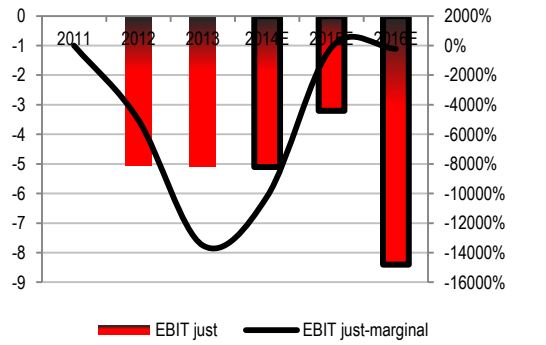
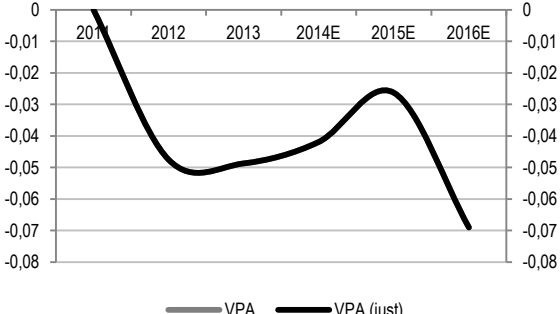
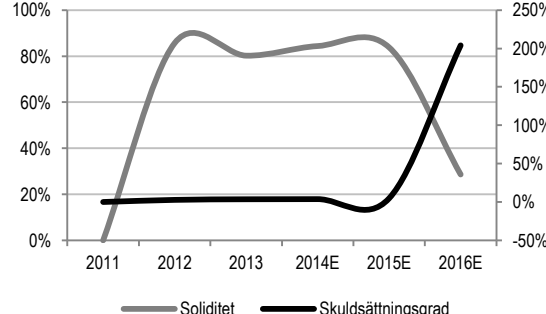
Aktien	
Reuterskod	Resp.st
Lista	Aktietorget
Kurs, SEK	0,3
Antal aktier, milj	121,7
Börsvärde, MSEK	38,9

Bolagsledning & styrelse	
VD	Johan Drott
CFO	
IR	
Ordf	Christer Fåhraeus

Nästkommande rapportdatum	
FY 2014 Results	February 27, 2015

Analytiker	Redeye AB
Sten Westerberg	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr 114 35 Stockholm



Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> Omsättning <span style="color: black;">—</span> Försäljningstillväxt</p>	 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> EBIT just <span style="color: black;">—</span> EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: <span style="color: grey;">—</span> VPA <span style="color: black;">—</span> VPA (just)</p>	 <p>Legend: <span style="color: grey;">—</span> Soliditet <span style="color: black;">—</span> Skuldsättningsgrad</p>
Produktområden	Geografiska områden
	<p style="text-align: center;">■ period</p>
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p><b>Sten Westerberg äger aktier i bolaget: Nej</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Respiratorius är ett forskningsbolag baserat i Lund. Bolaget grundades 1999 på forskningsresultat kring nya metoder för behandling av sjukdomar i luftvägarna. I samband med förvärvet av Valcuria AB under 2012 skiftade fokus mot cancerprojektet VAL-001. Bolaget driver också ett projekt för att hitta en biomarkör vid kranskärslssjukdom.</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 investerarrelationer.. 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, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, 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 (2014-11-18)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	29	11	7	16
3,5p - 7,0p	49	38	60	30	31
0,0p - 3,0p	1	5	1	35	25
Antal bolag	72	72	72	72	72

\*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.