



# ACUCORT AB

KOMMERSIALISERING NÄRMARE EFTER FORTSATT  
STEG MOT GODKÄNNANDE

2019-09-18

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
PETRUS LINDH



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analyser. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

---

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

AcuCort AB ("AcuCort" eller "Bolaget") har utvecklat ISICORT®, som innan namnbyte hette Dexa ODF, ett kortisonbaserat läkemedel som används vid svåra och akuta allergiska reaktioner. ISICORT, en patenterad produkt, är en tunn, snabbupplösande och användarvänlig film som smälter på tungan på 10-15 sekunder med hjälp av munnens saliv. Filmens förpackning är ungefär lika stor som ett visitkort, vilket gör att produkten är smidig att alltid ha med sig. Vidare finns potential för ISICORT att användas inom fler områden, t.ex. vid viral krupp för småbarn och vid illamående och kräkningar till följd av cellgiftsbehandling. AcuCort är noterat på Spotlight Stock Market sedan 2017.

---

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q2-19	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-10
Värdering	11
Bull & Bear	12
VD-intervju, Mats Lindfors	13
Ledning & styrelse	14
Appendix	15
Disclaimer	16

# ACUCORT AB (ACUC)

## KOMMERSIALISERING NÄRMARE EFTER FORTSATTA STEG MOT GODKÄNNANDE



AcuCorts produkt ISICORT®, som innan namnbyte hette Dexta ODF, väntas nå marknadsgodkännande under 2020 och försäljningen estimeras påbörjas tidigt 2021. ISICORT har väsentliga patientfördelar vilket ger goda förutsättningar, vid läkemedelsgodkännande, för en omfattande framtida tillväxt. Bolagets adresserbara marknad bedöms uppgå till 3,4 mdUSD, och ledning och styrelse anses inneha rätt kompetenser för att utveckla Bolaget i en positiv riktning. Genom en rNPV-värdering ges ett riskjusterat potentiellt nuvärde om 199 MSEK, motsvarande 10,1 SEK per aktie, i ett Base scenario.

### ▪ Patientfördelar med produkten talar för framtida tillväxt

AcuCorts produkt, ISICORT är en film som läggs på tungan, som sedan löses upp via munnens saliv. Produkten erbjuder flera fördelar jämfört med dagens alternativ. En film är stark nog för att räcka per allergisk reaktion. Det krävs inget vatten, vilket är av vikt då en akut allergisk reaktion ofta sker vid ett tillfälle då tillgång till just vatten saknas. ISICORTs förpackning är ungefär lika stor som ett viskort, vilket gör att det alltid är lättillgängligt.

### ▪ Kompetent och erfaren ledning och styrelse

AcuCorts VD och styrelse besitter en bred kompetens och erfarenhet från läkemedelsbranschen. Bolagets huvudägare, AQILION AB (tidigare P.U.L.S. AB), är ett bolag vars affärsmodell är att investera i *life science*-projekt för att sedan utveckla dessa. Bolagets styrelse består av både medicinskunniga och marknadskunniga människor som har kompetenser och erfarenheter från läkemedelsutveckling samt regulatoriska frågor inom ansökningsprocesser gällande läkemedelsansökningar. Vidare har även VD Mats Lindfors en lång erfarenhet inom branschen från tidigare uppdrag med ledande befattningar inom försäljning och marknadsföring från bl.a. HemoCue AB.

### ▪ Tydlig väg mot kommersialisering

Under 2019 har AcuCort fortsatt tagit viktiga steg mot att få läkemedelsgodkännande i EU och USA. Ansökan väntas skickas in till EU under hösten 2019, vilket kan innebära godkännande under 2020. Även processen i USA fortsätter enligt plan, då godkännande för den andra av två bioekvivalensstudier nyligen fick klartecken att påbörjas. Givet godkänt läkemedel krävs det att AcuCort sluter avtal med samarbetspartners, för distribution och/eller licensiering, för att kommersialiseringen ska lyckas. Bolaget för idag diskussioner med potentiella samarbetspartners men statusen för dessa är okänt.

### ▪ Risk relaterad till kapitalbehov och samarbetsavtal

Bolaget genomför en nyemission om 42,1 MSEK, vilket förväntas täcka kapitalbehovet en bit in i 2021, däremot kan framtida nyemissioner inte uteslutas. Vidare får även avsaknaden av samarbetspartners ses som en risk. Detta är något som Bolaget dock jobbar intensivt med, där de har kommunicerat att samtal pågår.

**AKTIEKURS** | 4,39 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (RNPV-VÄRDERING)<sup>1</sup>

<b>BEAR</b> 3,5 kr	<b>BASE</b> 10,1 kr	<b>BULL</b> 16,2 kr
-----------------------	------------------------	------------------------

<sup>1</sup>Värderingen baserad på Riskjusterad Nuvärdes-modell (rNPV) som efter nuvarande nyemission utgår från prognoser att AcuCort lyckas lansera ISICORT på marknaden.

ACUCORT AB			
Stängningskurs (2019-09-18)	4,4		
Antal Aktier Efter Nyemission	19 756 532		
Market Cap (MSEK)	86,7		
Nettoskuld Efter Fulltecknad Nyemission	-41,4		
Enterprise Value (EV)	45,3		
V.52 prisintervall (SEK)	3,8-9,5		
UTVECKLING			
1 månad	-28,0 %		
3 månader	-33,7 %		
1 år	-25,3 %		
YTD	-34,5 %		
HUVUDÄGARE			
AQILION AB (tidigare P.U.L.S AB)	25,9 %		
Avanza Pension	5,6 %		
Berne Gilbert Okdahl	4,1 %		
Göran Öfsén	3,5 %		
Olle Isaksson	3,0 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Mats Lindfors		
Styrelseordförande	Ebba Fähræus		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport Q3 2019	24-10-2019		
Delårsrapport Q4 2019	t.b.a		
Prognos (Base)	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning (MSEK)	0	0	9,9
<b>Bruttoresultat (MSEK)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9,8</b>
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	99%
Rörelsekostnader (MSEK)	-6,1	-10,6	-15,0
<b>EBITDA (MSEK)</b>	<b>-6,1</b>	<b>-10,6</b>	<b>-5,2</b>
EBITDA-marginal	n.a.	n.a.	Neg
P/S	n.a.	n.a.	7,1
EV/S	n.a.	n.a.	6,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.

# KOMMENTAR Q2-19

## Fokus på regulatoriska processer under Q2

AcuCort presenterade den 16:e augusti rapporten för det andra kvartalet 2019. I rapporten noteras inga väsentliga överraskningar, även om rörelseresultatet var cirka 1 MSEK lägre än estimerat som följd av något högre övriga externa kostnader. Kostnadsökningen i jämförelse med det första kvartalet bedöms bero på utgifter relaterade till godkännandeprocessen för ISICORT® i EU och USA.

Under det andra kvartalet har AcuCort valt Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB som revisionsbolag, vilket har inneburit förändringar i den historiska redovisningen av immateriella tillgångar för åren 2012 och 2013. Detta har emellertid inte fått några konsekvenser för bolagets rörelse, resultat eller kassaflöde. Framgent kommer AcuCort redovisa aktiverat arbete för egen räkning uppdelat på varje kvartal, istället för enbart i det fjärde kvartalet som tidigare varit fallet.

I VD-ordet från Mats Lindfors framgår det att Bolaget har gjort fortsatta framsteg. AcuCorts regulatoriska partner, Sofus ProPharma, arbetar intensivt med sammanställningen av ansökan för godkännande av ISICORT i EU. Vidare har Bolaget fått klartecken att påbörja den andra bioekvivalensstudien för USA som kommer ske med icke-fastande deltagare, detta efter ett positivt resultat från den första studien. Lindfors kommenterar också beskedet från det europeiska patentverket att godkänna patentansökan för ”Dexamethasone ODF” och menar att patentet stärker Bolagets förhandlingsposition i diskussioner med potentiella kommersiella partners.

Vid en extra bolagsstämma i juni gavs styrelsen bemyndigande att besluta om nyemission vid ett eller flera tillfällen innan nästa årsstämma. AcuCort förväntas genomföra en nyemission under det andra halvåret 2019, i syfte att finansiera den fortsatta processen att nå kommersialisering. Med utgångspunkt i att Bolagets kostnader fortlöper i ungefär samma takt som under det första halvåret kommer ett kapitaltillskott vara nödvändigt innan årsskiftet. Dagens rapport innehöll däremot inte vidare information om när nyemissionen väntas presenteras.

Rörelseresultatet för det andra kvartalet blev -2,2 MSEK, vilket var lägre än väntat som följd av högre övriga externa kostnader. Detta kan jämföras med -1,4 MSEK under första kvartalet. Förklaringen till de högre kostnaderna är en intensivifiering av processerna att få läkemedelsgodkännande, vilket innebär kostnader för konsulter m.m.

## Under andra halvåret 2019 genomförs nyemission och läkemedelsansökan för EU väntas skickas in

Flera viktiga steg väntas tas under andra halvåret 2019 för att få läkemedelsgodkännande i EU, och senare USA. Vidare genomför AcuCort en nyemission under 2019 för att fortsätta arbetet mot kommersialisering av ISICORT. Tre områden bedöms utgöra de viktigaste händelserna under resterande del av året.

- **Bolaget väntas lämna in sin ansökan** angående läkemedelsgodkännande under Q3. Denna process är igång, vilket sker i samarbete med Sofus Regulatory Affairs. I VD-ordet framgår det att Sofus Regulatory Affairs för närvarande arbetar intensivt med att sammanställa läkemedelsansökan för godkännande i Sverige. Även processen för att nå godkännande i USA är intressant att följa under 2019, då den andra bioekvivalensstudien väntas genomföras under året.
- **Bolaget genomförs nyemission om 42,1 MSEK**, som potentiellt kan innebära AcuCorts sista kapitalanskaffning. Efter emissionskostnader tillförs AcuCort 37,1 MSEK, vilket var över Analyst Groups förväntan om ca 18 MSEK. Detta innebär en större utspädning än väntat, men betyder också att osäkerheten kring framtida kapitalbehov minskar. Vid full teckning väntas AcuCorts kassa räcka en bit in i 2021.
- **Information om hur samtal med potentiella partners** fortgår är en fortsatt intressant faktor att följa. Då dessa samtal sker under sekretessavtal väntas inga indikationer angående hur dessa samtal utvecklar sig kunna kommuniceras av Bolaget innan ett färdigt avtal är påskrivet. Detta är en av de viktigaste parametrarna att följa i arbetet mot kommersialisering.

AcuCort lämnar sammantaget ett händelserikt kvartal och halvår bakom sig. Det finns anledning att vara positiv till Bolagets framtid, då de alltjämt närmar sig ett godkänt läkemedel.

PWC ÄR NY  
REVISOR

NYEMISSION  
GENOMFÖRS  
UNDER H2



# INVESTERINGSIDÉ

AcuCorts produkt ISICORT® väntas nå marknadsgodkännande under 2020 och försäljning kan påbörjas under slutet av 2020. ISICORT har väsentliga patientfördelar vilket ger goda förutsättningar, vid läkemedelsgodkännande, för en god framtida tillväxt. Bolagets adresserbara marknad bedöms uppgå till 3,4 mdUSD, och Bolagets ledning och styrelse bedöms besitta relevanta och kompletterande kompetenser för att utveckla Bolaget i en positiv riktning.

## Produkt med tydliga patientfördelar talar för framtida tillväxt

ISICORT ger flera fördelar jämfört med kortisonläkemedel som idag finns på marknaden. Med dagens allergiläkemedel krävs ofta flera tabletter som löses upp i vatten, för att sedan intas. ISICORT är en film som läggs på tungan som sedan löses upp med saliv och en film ger en tillräckligt stark dos för att motverka den allergiska reaktionen. Förpackningen är ungefär lika stor som ett visitkort, vilket gör att den alltid finns tillgänglig (t.ex. i en plånbok) när den svåra och akuta allergiska reaktionen uppstår. Vidare har produkten även visat på en 23 % snabbare absorption än sin referensprodukt. Genomförda marknadsstudier visar att 9 av 10 allmän-läkare i Europa skulle förskriva ISICORT till sina patienter om läkemedlet fanns tillgängligt.<sup>2</sup> Att ISICORT erbjuder så tydliga patientfördelar jämfört med dagens alternativ tyder på att AcuCort, vid ett godkännande, har goda möjligheter att ta marknadsandelar från de ledande aktörerna på marknaden. Vidare finns även alternativa användningsområden för produkten, något som anses som ytterligare optioner till värdedrivare i investeringscasen. Främst skulle alternativa användningsområden kunna vara behandling av barnkrupp och vid illamående och kräkningar under kemoterapi, men veterinära ändamål är även ett möjligt användningsområde.

## Ledning och styrelse besitter både kommersiell och teknisk erfarenhet

AcuCorts nyckelpersoner har god erfarenhet och kompetens från läkemedelsbranschen. Bolagets största ägare är P.U.L.S. AB som nu har tre partners i AcuCorts styrelse, av fem totalt. Styrelseledamöterna besitter en bred erfarenhet vad gäller läkemedelsutveckling samt kommersialisering av läkemedel, vilken fortsatt kommer vara till stor användning i de stegen AcuCort har kvar för att nå marknaden. VD Mats Lindfors har arbetat mer än 20 år inom life science, med erfarenhet från flertalet centrala positioner inom ledande läkemedelsbolag. Sammantaget väntas AcuCorts mångfacetterade kompetens vara avgörande för Bolagets utveckling då de har kort tid till marknad och fortfarande har processer och förhandlingar framför sig.

## Försäljning av ISICORT prognostiseras uppgå till ca 70 MEUR 2025 i EU och USA

Drygt 20 % av den globala befolkningen lider av någon sorts allergi. Den globala allergimarknaden bedöms uppgå till ca 31 mdUSD 2018, med en tillväxt om 6-7 % per år. AcuCorts adresserbara marknad, glukokortoidmarknaden, bedöms uppgå till 3,4 mdUSD och väntas växa med 6 % per år fram till 2025. I EU och USA finns idag ca 833 miljoner människor, varav 3 % bedöms ha svår allergi med risk för svåra och akuta allergiska reaktioner. Givet en lyckad marknads lansering görs ett konservativt antagande om att varje patient i genomsnitt förskrivs två av Bolagets filmer per år, vilket skulle innebära en (1) förskrivning förpackning per person vartannat år, som i modellen periodiseras över 2 år. Med antagandet om en marknadsandel om 10 % ges en försäljningspotential om ca 50 MEUR 2018 om produkten skulle finnas i marknaden idag. Med en årlig tillväxt om 6 %, ges ett försäljningsvärde i apoteksledet om 71 MEUR 2025E, då väntas produktlivscykeln vara nära mogen fas i EU och USA. Notera att beroende på lanseringsstrategi kommer inte hela försäljningsvärdet tillfalla AcuCort.

## Riskerna är relaterade till kapitalbehov och avsaknaden av samarbetspartners

AcuCort genomför en nyemission om 41,2 MSEK före emissionskostnader, vilket överstiger Analyst Groups förväntning om ca 18 MSEK, innebärande en större utspädning än väntat för aktieägare som inte tecknar nya aktier i emissionen. Samtidigt minskar osäkerheten kring Bolagets kapitalbehov fram till 2021 då ny kapitalanskaffning väntas krävas om AcuCort inte än har nått *break even*. Givet prognostiserade kassaflöden vid ett läkemedelsgodkännande och en lyckad lansering, beräknas Bolaget nå *break even* 2021E. Vidare finns även en risk relaterat till att Bolaget inte har en påskrivna samarbetspartner som kan leverera produkterna vidare i produktkedjan än. Detta är dock högt prioriterat, då Bolaget har kommunicerat att samtal pågår.

## Värderas till ett riskjusterat nuvärde om ca 199 MSEK

I ett Base scenario värderas AcuCorts potentiella framtida kassaflöden till ett riskjusterat nuvärde om 199 MSEK, motsvarande ca 10,1 kr per aktie efter utspädning vid full teckning av pågående emission. Värderingen om 199 MSEK kan ställas i relation till valda alternativinvesteringar Karessa (34 MSEK) och Klaria (215 MSEK).

**9 AV 10**  
ALLMÄNLÄKARE I  
EUROPA SKULLE  
FÖRSKRIVA DEXA  
ODF

**BRED**  
KOMPETENS  
OCH  
ERFARENHET I  
LEDNING OCH  
STYRELSE

# BOLAGSBESKRIVNING

AcuCort AB är noterat på Spotlight Stock Market sedan april 2017 och har utvecklat ISICORT® vilket är ett kortisonbaserat läkemedel som hjälper patienter vid allergiska reaktioner. I dagsläget lägger Bolagets främsta fokus på att nå marknadsgodkännande och kommersialisera produkten i EU och USA, med möjligt marknadsgodkännande i EU under början av 2020.

## ISICORT

ISICORT består av det välanvända kortisonet dexametason, en kortisontyp som är ett utbrett allergiläkemedel världen över. Bolagets produkt är en liten film som läggs på tungan, som löses upp med saliv på 10-15 sekunder. Detta menar Bolaget är en överlägsen leverans av substansen till kroppen. Förpackningen för ISICORT är ungefär lika stort som ett visitkort, vilket gör det möjligt för personen att alltid ha läkemedlet med sig. Vidare krävs inget vatten för att använda produkten. Studier har även indikerat att ISICORT absorberas 23 % snabbare än jämförbara produkter.

En stor del av marknaden idag består av tabletkartor, där patienten behöver lägga flertalet av dessa tabletter i ett glas vatten, vänta på att de löses upp, och sedan dricka. ISICORT är snabbare och enklare att använda, vilket innebär stora patientfördelar vid en akut allergisk reaktion. Vidare finns även potential för alternativa användningsområden för produkten, där behandling av barn med allvarlig krupp och patienter som upplever illamående och kräkningar vid kemoterapi ligger närmast, men även veterinära områden är tänkbara.

Då AcuCorts produkt baseras på ett redan välkänt och välanvänt läkemedel inom industrin behöver inte Bolaget genomgå lika många kliniska tester som ett nytt, okänt läkemedel skulle behöva. För att Bolaget ska kunna kommersialisera produkten behöver de bli godkända på bioekvivalens tester hos läkemedelsmyndigheterna för respektive marknad där produkten planeras att säljas. AcuCorts bioekvivalensstudie inom EU visade i januari-19 på positiva resultat, något som även stärker tesen att sannolikheten för övriga bioekvivalensstudier ser god ut.

## Affärsmodell

AcuCorts affärsidé är att sälja ISICORT via ett globalt nätverk av licenstagare och/eller distributörer. Detta betyder att Bolaget inte behöver bygga ut stora och kostsamma distributionskanaler och säljorganisationer.

## Intäktmodell

Bolaget har kommunicerat att det finns två tänkbara sätt för partnerskap:

- Licensiering av rättigheter till patent.
- Distribution, där AcuCort tillverkar och förser samarbetspartnern med färdig produkt.

Dessa två sätt innebär olika intäktandelar av priset som slutkund betalar. Licensiering väntas ge 15 % i royaltointäkter samt milstolpsintäkter, och ett distributionsåtagande väntas ge cirka 35 % andel av priset till slutkund.

## Kostnadsdrivare

AcuCorts primära kostnadsdrivare i dagsläget är sådana som är hänförliga till förberedelser för marknadsgodkännande studier. Under Q2 bedöms den primära kostnadsdrivaren ha varit kostnader relaterade till läkemedelsgodkännande i EU. Framgent väntas kostnaderna på kort sikt främst drivas av bioekvivalensstudier för USA samt fortsatt process för godkännande i EU. På längre sikt kommer kostnadsstrukturen för Bolaget bero på vilka affärsrelationer som utvecklas med samarbetspartners.

## Strategisk utsikt

För att kunna skydda sin produkt genom distributionskedjorna har AcuCort patent på ISICORT. I dagsläget har Bolaget patent i 31 länder, och ansöker i fler. Patenten finns i två olika patentgrupper. Bolagets utmaning framgent blir, förutom att bli godkända för kommersialisering, att sluta avtal med aktörer som har möjlighet att få ut ISICORT på marknaden så fort som möjligt. Då AcuCorts samarbetspartners uppgift blir att administrera distributionskanalerna till apoteksledet och bearbeta läkare och patientgrupper är valet av dessa avgörande för hur försäljningen av ISICORT utvecklas.

DEXA ODF  
ABSORBERAS  
23 % SNABBARE  
ÄN DE TABLETTER  
SOM FINNS PÅ  
MARKNADEN

VÄLKÄNT  
LÄKEMEDEL  
SÄNKER RISKEN  
VID ANSÖKAN  
OM  
GODKÄNNANDE

# MARKNADSANALYS

Den globala marknadsstorleken inom allergimedicin bedöms uppgå till 30,5 mdUSD 2018. EU bedöms stå för 37 % av marknaden, USA 34 %, Asien 17 % och resten av världen för 12 %. Marknaden väntas växa 6-7% årligen fram till 2025.

Det finns tre segment inom allergimarknaden, vilka är uppdelade beroende på hur starkt patienten reagerar vid en allergisk reaktion.

- **Milda allergiska reaktioner**

En omfattande del av den globala allergimarknaden består av människor som lider av allergi, men inte tillräckligt allvarlig för att bli förskrivna läkemedel. Därav använder dessa receptfria läkemedel och är inte i AcuCorts målgrupp.

- **Anafylaktisk chock**

Det mest extrema segmentet inom allergi. Dessa allergiker är inom livsfara vid en allergisk reaktion, och vad som krävs vid en sådan reaktion är adrenalin, med kortison som komplement.

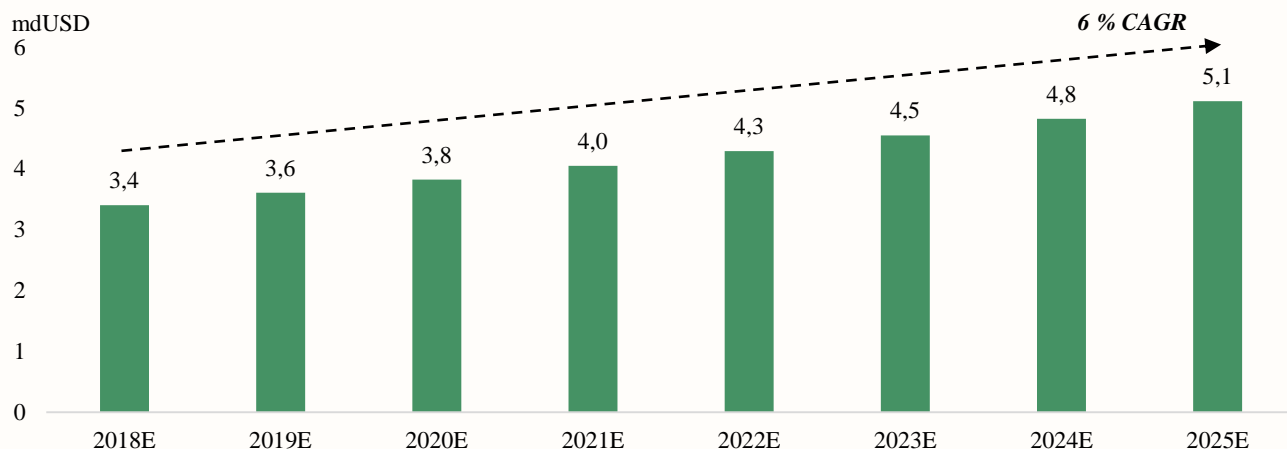
- **Svåra och akuta allergiska reaktioner**

Svåra och akuta allergiska reaktioner är segmentet mellan receptfria läkemedel och anafylaktisk chock. En patient i detta segment får allergiska reaktioner med svåra och omfattande symtom, vilket gör att de receptfria läkemedlen inte räcker till i alla situationer. Därav vänder sig patienten till sin läkare som ofta förskriver kortisonläkemedel. För att avvärja reaktionen intar personen kortisonläkemedel. När reaktionen inträffar är det viktigt att ha medicinen tillgänglig.

AcuCorts läkemedel ISICORT® är en sorts kortisonläkemedel som baseras på ämnet dexametason, en glukokortoid. Den globala glukokortoidmarknaden bedöms uppgå till en storlek om 3,4 mdUSD och väntas växa med en CAGR om 6 % till 2025.

## Marknaden för glukokortoider väntas växa 6 % årligen till 2025.

Den globala glukokortoidmarknaden 2018-2025



Källa: AcuCorts emissionsmemorandum, 2018

## Estimerad marknadspotential för AcuCort

Den globala försäljningspotentialen för ISICORT inom allergimarknaden väntas uppgå till 88 MEUR 2025. Detta baseras på att det idag finns ca 830 miljoner människor i EU och USA där ca 3 % lider av svåra och akuta allergiska reaktioner. Det genomsnittliga priset på AcuCorts läkemedel antas av Analyst Group uppgå till 10 euro per enhet. Detta baseras på Bolagets tidigare guidning om att prisbilden kommer ligga mellan 8-15 euro per film. Prisbilden väntas vara högre i USA relativt i EU. Med det konservativa antagandet om att 2 filmer förskrivs per patient och år och produkten når 10 % av marknaden skulle detta ge en försäljningspotential om ca 50 MEUR 2018 (om produkten hade varit lanserad). Med en årlig tillväxt om 6 % fram till 2025 uppgår försäljningsvärdet av ISICORT i apoteksledet till ca 70 MEUR i EU och USA, då produkten i dessa regioner väntas vara nära mognadsfas. Baserat på den marknadsandel Asien står för och ett liknande resonemang som för USA och EU, prognostiseras ett adresserbart försäljningsvärde av ISICORT i Asien till 17 MEUR 2025. Därmed beräknas ISICORT:s totala försäljningsutrymme år 2025 uppgå till ca 88 MEUR inom USA, EU och Asien.



# FINANSIELL PROGNOS

## ISICORT väntas nå marknaden i början av 2021

AcuCort väntas lämna in sin ansökan om läkemedelsgodkännande i Sverige under Q3-19, vilket öppnar upp för ett möjligt godkännande av ISICORT® under 2020. Efter detta bedömer Analyst Group att det tar ca 6 månader att påbörja försäljning av produkten, till följd av att det först är vid godkännande som framställande av avtal med distributionskedjor med apoteksledet kan påbörjas. Bolaget upplever redan ett stort intresse bland potentiella partnerföretag som kommer kunna bearbeta läkare och patientorganisationer, vilket gör att en marknads lansering 6 månader efter godkännande anses rimligt. Majoriteten av patenten som Bolaget idag har sträcker sig till 2025, men med den patengrupp som Bolaget nu har ansökt om väntas det ge en exklusivitet på marknaden fram till 2035. 2036 väntas konkurrens och prispress tillta väsentligt, vilket leder till att Bolagets försäljning avtar fram till 2040, då prognosperioden avslutas.

## Genomsnittligt pris på produkten väntas uppgå till 10 EUR

Bolaget har tidigare guidat om att prisintervallet för produkten kommer vara mellan 8 och 15 euro. Prisbilden inom EU antas vara i det lägre intervallet, medan prisbilden i USA väntas vara i den högre delen av prisintervallet. Med tanke på att marknaden inom EU adresserar betydligt fler personer väntas priset hamna i det lägre intervallet. Med bakgrund i detta estimeras snittpriset på ISICORT uppgå till 10 euro per film.

## ISICORT väntas ha en försäljningspotential om 88 MEUR 2025E

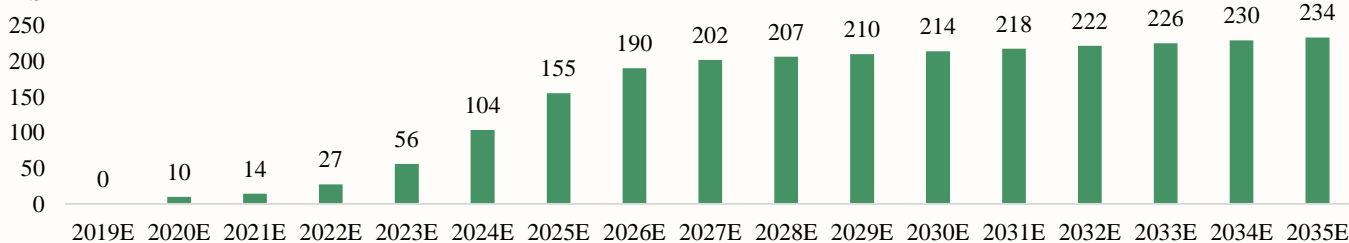
Givet marknadsgodkännande väntas AcuCort under 2020 till 2023 lansera ISICORT i Europa, USA och Asien. Försäljningsvärdet i apoteksledet av ISICORT väntas uppgå till 71 MEUR i EU och USA. Detta baseras på att 3 % av den totala befolkningen i EU och USA bedöms få akuta allergiska reaktioner. Vid 2 filmer per person och år och en marknadsandel om 10 %, skulle försäljningspotentialen, om produkten fanns på marknaden idag, uppgå till ca 50 MEUR. Med en årlig marknadstillväxt om 6 % till 2025 mynnar detta ut i 71 MEUR i apoteksledet. Av den globala allergimarknaden bedöms Asiens andel idag uppgå till 17 %, samtidigt som EU och USA står för 71 % av den totala marknaden. Med dessa andelar i åtanke väntas försäljningen av ISICORT i Asien uppgå till 17 MEUR. Vidare finns även potential inom alternativa områden såsom för behandling av barnkrupp och vid illamående och kräkningar vid kemoterapi. Dessa har inte inkluderats i prognoserna, men ses som optioner i Bolagets framtida intjäningspotential. AcuCort uppskattar dessa marknader till 10 MEUR respektive 20-40 MEUR.

ESTIMERAD  
MARKNADSANDEL  
OM 10 %

AcuCort estimeras omsätta 202 MSEK 2027E, när produktlivscykeln har mognat i EU, USA och Asien.

Estimerad omsättning för AcuCort mellan 2018 och 2035

MSEK



Analyst Groups prognos

## Intäktsandelar inom de olika partneravtalen

AcuCort väntas knyta både licensieringsavtal samt distributionsavtal med samarbetspartners. Dessa olika avtal innebär också olika andelar av slutintäkterna. Vid ett licensieringsavtal erhåller Bolaget royalties från sina samarbetspartners. Andelen som går till AcuCort bedöms uppgå till 15 % av det slutliga priset som kunden betalar. Vid ett distributionsavtal har AcuCort ett större ansvar och står för tillverkning, förpackning och en del av marknadsföringen av produkten. Sedan säljer AcuCort produkten till sin samarbetspartner, som fortsatt bearbetar läkare och patienter och tar produkten vidare till marknaden. Då distributionsavtalen kräver mer arbete från AcuCorts sida, väntas en intäktsandel om cirka 35 %. Då Bolaget har kommunicerat att deras partneravtal kommer vara antingen licens- eller distributionsbaserade har antagandet gjorts att partneravtal kommer vara fördelade på 50 % licensavtal och 50 % distributionsavtal. Vidare finns även en klausul med en av Bolagets tidigare tillverkningspartners, LTS-Lohmann Therapie-system AG ("LTS"), som är samägare på de patent som AcuCort ansökte om 2017. Klausulen gör att LTS kommer få en ensiffrig procentsats av de intäkter AcuCort genererar från dessa patent, vilken uppskattas till 5 %.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOSS

FÖRSÄLJNING  
VÄNTAS BÖRJA I EU  
UNDER Q4-20

STORA AVTAL INOM  
LIKLANDE BOLAG

## Milstolpsintäkter väntas uppgå till 13,4 MSEK

Vid licensåtagande är det vanligt att ett partnerföretag tillgodoser aktören som utlicensierar med milstolpsbetalningar, för att se till att Bolaget klarar sig genom en period av negativa kassaflöden. Dessa betalningar delas ofta upp i olika skeden, t.ex. vid signering av kontrakt, vid läkemedelsgodkännande och vid försäljning. Milstolpsbetalningar har härletts som 25 % av försäljningspotentialen för licenssegmentet 5 år efter marknads lansering i respektive område, då *peak sales* väntas uppnås. Denna summa delas sedan upp i betalningar beroende på när signering, godkännande och försäljningsdebut i respektive geografiskt område antas ske. Totalt uppskattas milstolpsbetalningarna till 13,4 MSEK under 2020 och 2021. Under tidigare analyser väntades även en mindre milstolpsbetalning under 2019, vilken nu har skjutits upp till följd av den kommunicerade uppskjutna tidsplanen.

Milstolpsbetalningar	2020E	2021E
Belopp	9,6 MSEK	3,8 MSEK

De estimerade milstolpsintäkterna är samtidigt beroende av antagandet att AcuCort prioriterar en högre procentsats inom royaltyintäkter, som då generellt innebär lägre milstolpsintäkter. Vid högre milstolpsintäkter skulle Bolagets finansiella situation kunna behöva omvärderas, där en större milstolpsbetalning potentiellt hade kunnat innebära ett väsentligt lägre kapitalanskaffningsbehov.

Ett exempel i närtid på ett bolag som tecknat avtal om ett större belopp inom milstolpar är Klaria. Under januari-19 tecknade bolaget ett avtal som potentiellt innebär totala milstolpsintäkter om 55,2 MUSD, vilket även medförde en lägre procentsats royalty än vad som är väntat för AcuCort.

## Kostnadsprognos

All produktion av ISICORT® väntas genomföras av AcuCorts tillverkningspartner Adhex Pharma. Bruttomarginalerna för Bolaget beror då på förhandlingar mellan Adhex Pharma och Bolaget, men väntas vara uthållig omkring 70 %. Produktionsmaterial antas ha en låg kostnad och tillverkningsmetoden är kostnadseffektiv, särskilt när produktionen kommer upp i större volym.

Då Bolaget outsourcar tillverkningen väntas de inte behöva investera i någon tillverkningsanläggning eller personal relaterad till detta, vilket bidrar till ett bättre kassaflöde i en tidigare fas. AcuCorts största rörelsekostnader antas vara hänförliga till distributionsavtal. I ett distributionsavtal väntas AcuCort behöva en marknadsavdelning som står för bl.a. marknadsföring och reklamationsärenden. Det väntas öka behovet av både personal samt investeringar i marknadsföring.

## Kapitalanskaffning genomförs under H2 2019

Företrädesemission genomförs för närvarande och vid full teckning tillförs AcuCort 41,2 MSEK före emissionskostnader. Emissionen är garanterad till 85 %, motsvarande cirka 35 MSEK, från garantiåtaganden och teckningsförbindelser. Bakgrund till nyemissionen är att bolaget behöver kapital för att fortsätta arbetet mot kommersialisering av läkemedelskandidaten ISICORT®. Emissionskostnaderna uppgår till 4,1 MSEK, vilket ger AcuCort en emissionslikvid om 37,1 MSEK givet full teckning.

AcuCort planerar att emissionslikviden om 37,1 MSEK ska fördelas på följande vis:

- Regulatoriska processer; 35 procent
- Försäljning och marknadsföringsaktiviteter; 10 procent
- Förstärkning av rörelsekapital; 17 procent
- Immateriella rättigheter; 5 procent
- Företagsledning och administration; 25 procent
- Farmakovigilans; 8 procent

Analyst Groups prognos var en nyemission om ca 18 MSEK, vilket innebär att utspädningen blir större än väntat för aktieägare som inte tecknar nya aktier i emissionen. Samtidigt minskar osäkerheten kring Bolagets kapitalbehov fram till 2021 då ny kapitalanskaffning väntas krävas om AcuCort inte än har nått *break even*.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# VÄRDERING

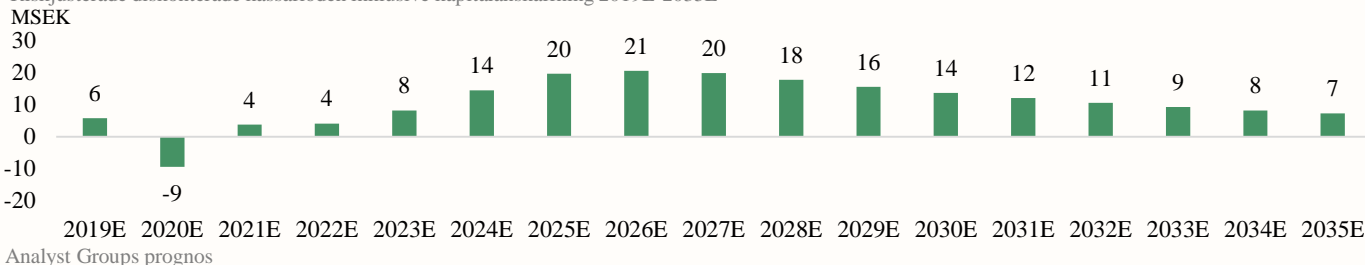
## Värdet av de riskjusterade kassaflödena uppgår till 199 MSEK

För att värdera AcuCort har en rNPV-modell applicerats, där Bolagets framtida kassaflöden har justerats för risken i de kliniska studierna som nu pågår. Kassaflödena riskjusteras då risken i läkemedelsutvecklingen ska kunna prisas in i bolagsvärdet, där de framtida kassaflödena multipliceras med viktade sannolikheter. I och med Bolagets godkända bioekvivalensstudie angående ISICORT® i EU skapas nu en ojämn fördelning mellan sannolikheterna för ett läkemedelsgodkännande. Inom EU, vart det enda som nu kvarstår är en ansökan om läkemedelsgodkännande, bedöms sannolikheten uppgå till ca 94 %, baserat på historisk data.<sup>3</sup> Inom övriga områden, Asien och USA, bedöms nu sannolikheten uppgå till 85 % respektive 90 %. Detta till följd av att Bolaget nu har bevisat att läkemedlet håller den kvalitet som krävs, i och med det positiva resultatet från studierna i EU och USA.

Vidare har en diskonteringsränta om 15 % antagits. Den speglar avkastningskravet och de risker i Bolaget som inte är relaterade till godkännande. Dessa risker är främst relaterade till Bolagets storlek och risken i affärsmodellen med samarbetspartners, som innebär att hur lyckosam försäljningen av ISICORT blir beror på externa tredjeparter. Samarbetspartners måste besitta bred kompetens samt vara villiga att satsa de resurser som krävs för att nå den potential ISICORT besitter. Om Bolaget skulle hamna i ett dysfunctionellt partnerskap skulle det kunna hämma försäljningspotentialen och således Bolagets värdering.

### Riskjusterat nuvärde om 199 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om cirka 10,1 SEK.

Riskjusterade diskonterade kassaflöden inklusive kapitalanskaffning 2019E-2035E



Med en sannolikhet för läkemedelsgodkännande om 94 %, 90 % (USA) respektive 85 % (Asien) och en diskonteringsränta om 15 % ges ett riskjusterat nuvärde om ca 10,1 SEK per aktie. Hänsyn har då tagits till utspädningen från nyemissionen under H2 2019.

### Jämförelse med alternativinvesteringar

För att få en uppfattning om hur liknande bolag är värderade på börsen presenteras ett urval av två bolag som är verksamma inom andra branscher, men vars leveransmetod (film) är liknande, och därför bedöms ha en likvärdig marknadspotential inom sina respektive branscher.

Bolag	Kassa (MSEK)	Omsättning (LTM, MSEK)	Nettoresultat (LTM, MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Karessa	23,2	0,4	-26,7	34
Klaria	8,7	4,9	-29,0	215
AcuCort	4,3	0,0	-3,6	60

**Karessa** är ett snarligt bolag till AcuCort. Bolaget utvecklar en produkt vars leveransmetod är mycket lik ISICORT. Karessa använder sig även av samma tillverkningspartner, Adhex Pharma, som AcuCort gör. Skillnaden mellan bolagen är att Karessa inriktar sig på erektil dysfunktion. Karessa bedömer sin adresserbara marknad till 35 mdSEK.

**Klaria** är ett bolag som riktar in sig på smärtstillande läkemedel. Bolaget använder sig också av filmer, men skillnaden är att denna film sätts på slemhinnan, vilket gör att substansen tas upp i blodet direkt istället för att, som i många andra filmer, låta substansen tas upp i blodet via magen. Klaria bedömer deras adresserbara marknad till 7 mdUSD.

Genom en jämförelse med alternativinvesteringar gentemot AcuCort kan rimligheten i rNPV-modellen testas. Vid jämförelse med Karessa och Klaria går det att se skillnader i respektive bolags finanser, där en väsentlig skillnad är att Klaria har erhållit ett väsentligt partneravtal. Vidare finns även en skillnad i bolagens adresserbara marknad, som motiverar ett högre börsvärde för Klaria, samtidigt som Karessa och AcuCort agerar på marknader med liknande storlek (35 mdSEK respektive 3,4 mdUSD). Med hänsyn till att AcuCort har en relativt kort tid till marknaden anses rNPV-värderingen, som ger ett riskjusterat nuvärde om 199 MSEK, vara rimlig. Värt att notera är att AcuCort under LTM (Q2 2019) aktiverade arbete om totalt ca 6,3 MSEK, något som blir jämförelsestörande i tabellen.

<sup>3</sup>Clinical Development Success Rates 2006-2015, BIO.org (hämtat 2019-08-19)

**10,1 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO  
(rNPV-  
VÄRDERING)

 KARESSA

  
KLARIA

# BULL & BEAR

## Bull Scenario

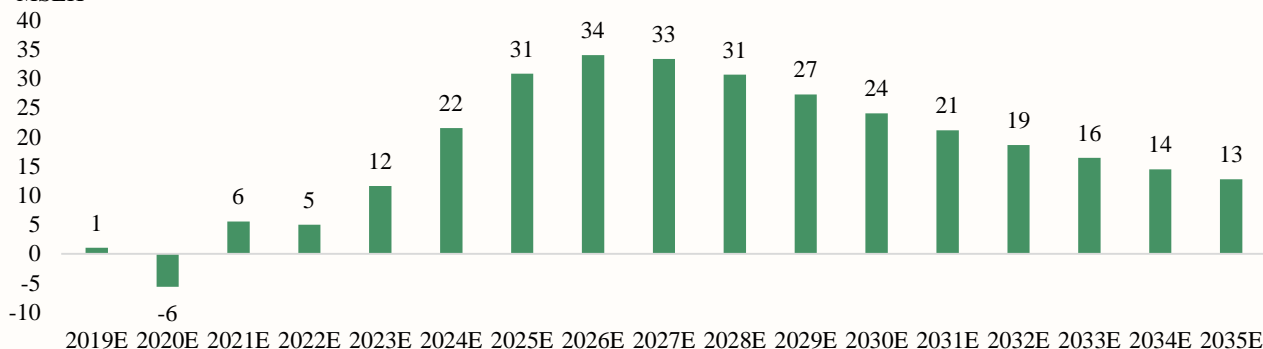
I ett Bull scenario antas en marknadspenetration om 15 %, jämfört med 10 % i Base scenariot. Bolaget har gjort studier som visar på att 9 av 10 allmänläkare skulle förskriva ISICORT® till sina patienter om läkemedlet fanns på marknaden, vilket gör att denna högre nivå av marknadspenetration skulle vara möjlig. I detta scenario skapas en sorts snöbollseffekt, som driver ytterligare tillväxt. Till följd av att läkare och patienter blir allt mer exponerade mot produkten i takt med att försäljningen tilltar börjar allt fler enheter av ISICORT förskrivas, vilket gör att tillväxten tilltar. Vidare lyckas Bolaget skriva gynnsamma avtal med sina samarbetspartners, vilket gör att milstolpsbetalningarna motsvarar 30 % av peak sales, i jämförelse med 25 % i Base scenariot. Sammantaget ges ett nuvärde genom en rNPV-värdering om 320 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om ca 16,2 SEK.

**16,2 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO  
(rNPV-  
VÄRDERING)

Riskjusterat nuvärde om 320 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 16,2 SEK.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bull Scenario inklusive kapitalanskaffning 2019E-2035E

MSEK



Analyst Groups prognos

## Bear Scenario

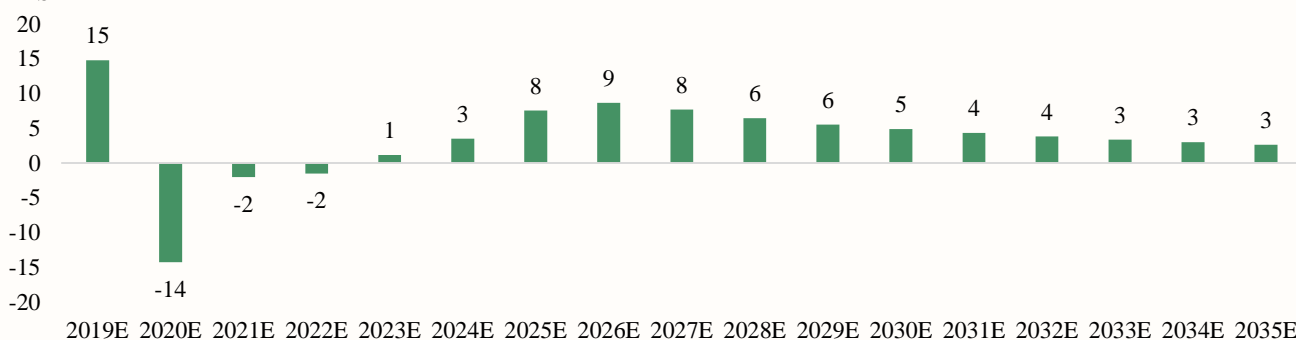
I ett Bear scenario antas en marknadspenetration om 4 %. Försöken med att hitta rätt samarbetspartners går sämre, och Bolaget får svårt att hitta partners som är villiga att spendera de resurserna som krävs för att ISICORT ska kunna nå sin fulla försäljningspotential. Detta gör att marknadsdebuten, även fast den antas starta samtidigt som i övriga scenarion, får ett kallt mottagande och tillväxten blir därav betydligt lägre än i övriga scenarion. Med samarbetspartners som inte är villiga att satsa fullt ut på produkten antas inte heller AcuCort generera några milstolpsbetalningar. Med bakgrund i dessa antaganden ges ett nuvärde genom en rNPV-värdering om 69 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om ca 3,5 SEK.

**3,5 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO  
(rNPV-  
VÄRDERING)

Riskjusterat nuvärde om 69 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 3,5 SEK.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bear scenario inklusive kapitalanskaffning 2019E-2035E

MSEK



Analyst Groups prognos

# VD-INTERVJU, MATS LINDFORS



## Ni har nu släppt kvartalsrapporten för Q2-19 med flertalet positiva händelser i ryggen, hur känns det?

Vardagsarbetet handlar förstås mycket om att se till att allting fungerar på många fronter. Därför känns det mycket tillfredsställande att vi fortsatt uppnår våra milstolpar enligt plan.

## Kan du berätta lite mer om patentansökan som förväntas bli godkänd av European Patent Office?

Patentansökan "Dexamethasone ODF" lämnades in 2015 och jämfört med vårt redan godkända patent "Acute Glucocorticoid Therapy" beskriver vår nya ansökan formuleringen, tillverkningsprocessen och de tänkta användningsområdena mer specifikt. Den beskriver också den första bioekvivalensstudien som AcuCort genomförde 2013.

Patentansökan är ett resultat av samarbetet med med den tidigare tillverkningspartnern LTS Lohmann Therapie-Systeme AG och samägs också med det bolaget.

En stor fördel med att få den nya ansökan godkänd är att ISICORT™ då kommer åtnjuta patentskydd under betydligt längre tid, ända fram till 2035. Ett långt patentskydd är en klar fördel i diskussioner med möjliga kommersiella samarbetspartners.

## Skulle du kunna ge en uppdatering om processen att nå läkemedelsgodkännande i EU?

Arbetet med att ställa samman en registreringsansökan är ett komplext och omfattande arbete. Det ska koordineras mellan vår tillverkningspartner AdhexPharma i Frankrike, vår klinikpartner Quinta-Analytica i Tjeckien och AcuCort i Helsingborg. En registreringsansökan byggs upp av ett flertal moduler med olika typer av dokument. Med tanke på att ISICORT™ är en ny beredningsform är till exempel produkt- och kvalitetsdata av största vikt. Som tidigare har nämnts, är arbetet inne i en intensiv slutfas med målet att skicka in vår ansökan snarast möjligt.

## Kan du berätta lite mer om den andra bioekvivalensstudien för USA, som i juli fick klartecken att genomföras?

Godkännandet att genomföra den sista av de tre planerade bioekvivalensstudierna innebär att också den kliniska planen är inne i ett slutskede. Efter studiens genomförande ska proverna analyseras, resultaten beräknas och sammanställas i enlighet med de statistiska kraven i en rapport. Vi ser framemot denna under slutet av 2019.

## Vad är i fokus för AcuCort under resterande del av 2019?

Fokus ligger på att skicka in ansökan om godkännande i Sverige, att avsluta klinikprogrammet och att fortsatt fokusera på kommersialiseringen av ISICORT™. Efter rapporteringen av den sista bioekvivalensstudien ska också en regulatorisk partner utses för att ställa samman en ansökan om godkännande av ISICORT™ i USA.

Intervju daterad 2019-08-19.



# LEDNING & STYRELSE



## Mats Lindfors, VD

Internationell civilekonom från Lunds Universitet. Över 20 års erfarenhet inom life science. Lång erfarenhet av ledande befattningar inom försäljning och marknadsföring och stor erfarenhet av läkemedelsbranschen bland annat från Pharmacia. Lindfors var tidigare Vice President Global Marketing på HemoCue AB, ett ledande globalt diagnostikbolag.

**Aktieinnehav:** 20 333 aktier och 120 000 köpoptioner år 2020.



## Ebba Fåhraeus, Styrelseordförande

Utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Fåhraeus är VD för SmiLe Incubator i Lund och är ledamot i styrelserna i bland annat medicinska fakulteten vid Lunds Universitet, Arc Aroma Pure AB, Skandias fullmäktige och Coala Life. Fåhraeus har djup och bred erfarenhet av affärsutveckling, tillväxtstrategier och marknadsföring i såväl noterade som icke noterade life science-bolag.

**Aktieinnehav:** 3 067 aktier.



## Anna Eriksrud, Styrelseledamot

Internationell civilekonom från Uppsala Universitet. Eriksrud har en bakgrund som sjukvårdsentreprenör och har mer än 25 års erfarenhet av medicinteknik och läkemedelssektorn från främst Q-Med och Pharmacia. Hon har drivit sitt eget företag genom Apoteksamariten och har erfarenhet som ledare av internationella tvärfunktionella team, att bygga nya marknadskategorier och lansera globala varumärken inom både Europa och USA. Eriksrud är VD för NeoDynamics AB.

**Aktieinnehav:** 8 666 aktier.



## Göran Kvist, Styrelseledamot

Apotekare, inriktning biokemi, Uppsala Universitet. Kvist har lång erfarenhet av internationell GMP (god tillverkningssed). Kvist har suttit i styrelsen för flertalet bolag, bland annat som VD och ordförande i TQ Kvalitetskonsult AB samt medgrundare av QP Support AB, Dilafor AB och Modus Therapeutics AB. Innehaft flera QA och QC chefstjänster inom Pharmacia och Ferring koncernerna med globala utvecklingsprojekt och registrerade läkemedel. Partner i P.U.L.S. AB.

**Aktieinnehav:** 60 000 aktier via TQ Kvalitetskonsult.



## Lennart Bruce, Styrelseledamot

Fil.Dr. i zoofysiologi, Lunds Universitet. Bruce har 40 år i läkemedelsbranschen och har lång erfarenhet av läkemedelsutveckling. Bruce var en av grundarna till Biovitrum och har startat och driver nu Viken Pharma AB och Viken Pharma Consulting. Vidare har han en Bred styrelseerfarenhet från ett flertal biotechföretag i flera länder. Partner i P.U.L.S. AB (Partnerskap för utveckling inom Life Science).

**Aktieinnehav:** 97 333 aktier och ytterligare 20 000 via Viken Pharma.

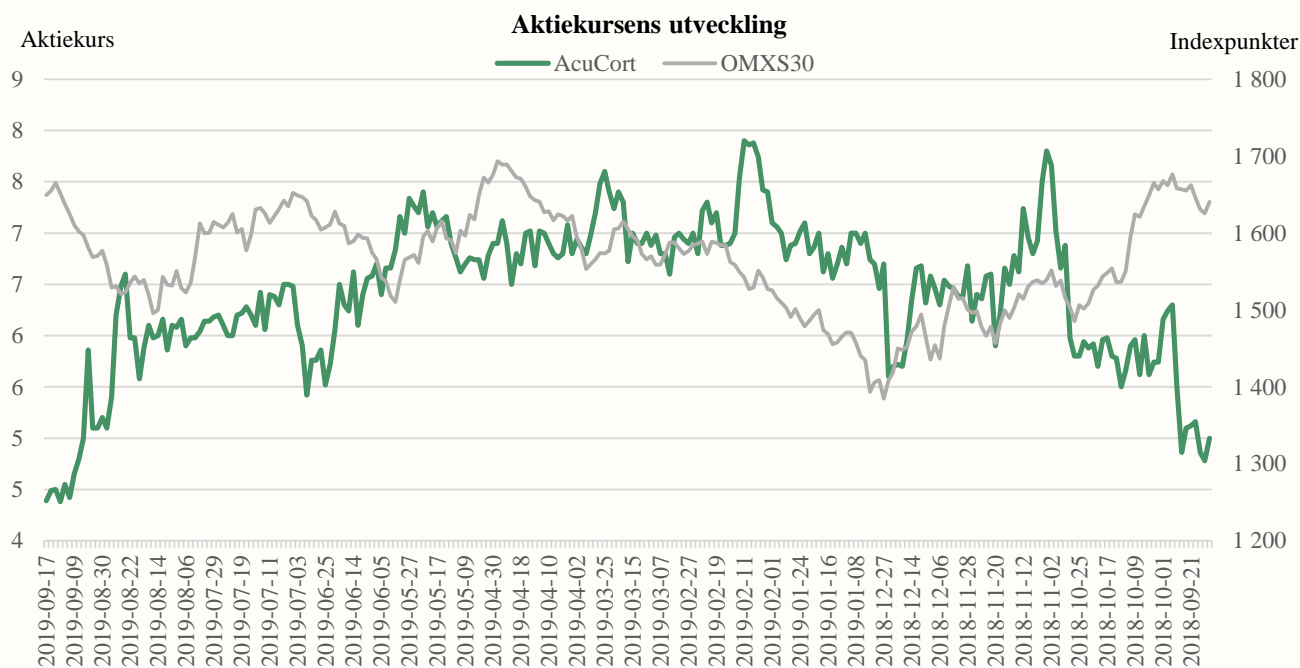


## Alexandra Johnsson, Styrelseledamot

Master of Science i Internationell ekonomi från Umeå universitet. Johnsson har över 20 års erfarenhet av marknads och försäljningsfrågor i ledande positioner i såväl globala koncerner som mindre utvecklingsbolag. Nu senast som Nordisk Marknadschef för Zonnic, som säljer receptfria nikotinprodukter.

**Aktieinnehav:** 3 500 aktier.

## APPENDIX



MSEK	2017	2018	12 mån. rullande
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Rörelsekostnader	-4,7	-6,2	-3,6
<b>EBIT</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,6</b>
Ränteutgifter och liknande poster	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader och liknande poster	-0,0	-0,0	-0,0
<b>EBT</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,6</b>
Skatt	0	0	0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,6</b>

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **AcuCort AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)