

Tillväxtkapital möjliggör internationell expansion

AcuCort AB ("AcuCort" eller "Bolaget") har under Q3-24 tagit viktiga steg i kommersialiseringsresan, där försäljningsstarten av Zeqmelit® i Sverige, Finland och Norge utgör en tydlig höjdpunkt. Efter utgången av Q3-24 tillkännagav AcuCort avsikten att genomföra en företrädesemission om ca 48 MSEK för att finansiera internationell expansion och strategiska tillväxtinitiativ, såsom förhandlingar med licens- och distributionspartners samt regulatoriska processer. Vidare har Bolaget under och efter Q3-24 erhållit varumärkesskydd i USA, beviljats förlängd SME-status från EMA, medverkat på den vetenskapliga konferensen ISPOR, och samtliga patienter har genomgått Fas IV-studien. Genom en DCF- och rNPV-modell, en WACC om 12,3 % och en estimerad teckningsgrad om 100 % i emissionen, härleds ett riskjusterat nuvärde (börsvärde) om ca 223 MSEK (169) i ett Base scenario, motsvarande 1,0 kr per aktie.¹

▪ Lansering av Zeqmelit® på nordiska hemmamarknader

Under kvartalet lanserades Zeqmelit® på apotek i Sverige, Norge och Finland, vilket återspeglas i nettoomsättningen om 0,7 MSEK under Q3-24. Försäljning och marknadsföring hanteras av distributionspartnern Unimedica Pharma, en aktör med en stark meritlista inom läkemedelslanseringar och omfattande marknadskännedom i Norden och norra Europa. Analyst Group anser att det strategiska samarbetet skapar gynnsamma förutsättningar för en framgångsrik etablering på de nordiska huvudmarknaderna, vilket även förväntas fungera som en språngbräda för framtida internationell expansion.

▪ Företrädesemission förväntas skapa finansiell flexibilitet

Efter utgången av Q3-24 annonserades en företrädesemission av aktier och teckningsoptioner som, vid full teckning, kan tillföra Bolaget ca 48 MSEK respektive 24 MSEK före emissionskostnader. Teckningsåtaganden från ledning, styrelse och större ägare uppgår till ca 31 %, motsvarande ca 15 MSEK. Värt att notera är att VD och styrelseordföranden avser teckna aktier för ytterligare ca 0,9 MSEK respektive 0,2 MSEK utöver sina pro rata-andelar, vilket inget förtroende och skapar incitament för långsiktigt aktieägarvärde, särskilt då VD avser teckna för totalt ca 1 MSEK. Emissionslikviden avses allokeras till strategiska initiativ i syfte att accelerera resan mot ett globalt kommersiellt genombrott, genom finansiering av diskussioner med potentiella partners och licenstagare i USA, EU och RoW samt regulatoriska processer. Analyst Group bedömer att kapitalanskaffningen stärker Bolagets finansiella kapacitet, vilket är essentiellt för att exekvera på den ökade efterfrågan och förbättra förhandlingspositionen med potentiella licenstagare.

▪ Attraktiv Risk/Reward framgent

Analyst Group estimerar en teckningsgrad om 100 % i emissionen, vilket skulle resultera i ca 95,3 miljoner nyemitterade aktier, motsvarande totalt ca 214,5 miljoner utestående aktier efter emissionen. Genom en DCF- och rNPV-modell samt en WACC om 12,3 % härleds ett riskjusterat nuvärde (EV) om 175 MSEK. Justerat för den estimerade nettokassan som följer av emissionen (48 MSEK) härleds ett nuvärdesberäknat börsvärde om ca 223 MSEK, motsvarande 1,0 kr per aktie. Se s. 5 för en mer detaljerad förklaring.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,4 kr

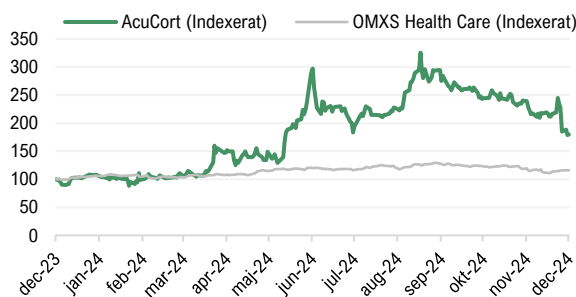
Base
1,0 kr

Bull
1,8 kr

NYCKELDATA

| | |
|----------------------------------|--------------------------|
| Senast betalt (2024-12-04) (SEK) | 0,7 |
| Antal Aktier (st.) | 214 506 050 ¹ |
| Market Cap (MSEK) | 149,3 ¹ |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) | -47,9 ¹ |
| Enterprise Value (MSEK) | 101,4 ¹ |
| Lista | Spotlight Stock Market |
| Kvartalsrapport 4 2024 | N/A |

KURSUMVECKLING



HUVUDÄGARE (HOLDINGS 2024-09-30)

INSYNSPERSON

| | |
|-----------------------|--------|
| Avanza Pension | 22,7 % |
| Aqilion AB | 9,5 % |
| Jan Sören Poulsen | 5,2 % |
| Zoya Invest AB | 3,0 % |
| Olle Florén med bolag | 2,9 % |

| Prognos (MSEK) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Totala intäkter | 0,7 | 5,9 | 31,9 | 69,2 |
| Bruttoresultat | 0,5 | 3,8 | 21,5 | 48,7 |
| Bruttomarginal | 75% | 65% | 67% | 70% |
| Rörelsekostnader | -19,6 | -28,0 | -33,0 | -30,0 |
| EBITDA | -19,0 | -24,2 | -11,5 | 18,7 |
| EBITDA-marginal | neg. | neg. | neg. | 27% |
| P/S | 221,2 | 25,4 | 4,7 | 2,2 |
| EV/S | 150,3 | 17,2 | 3,2 | 1,5 |
| EV/EBITDA | neg. | neg. | neg. | 5,4 |

¹Teckningsgraden för företrädesemissionen som annonserades under Q3-24 beräknas uppgå till 100 %, vilket påverkar antalet utestående aktier och nettokassan. Den uppskattade nettokassan baseras på siffror från Q3-24, justerad för en beräknad kapitalförbrukning samt nettolikviden från företrädesemissionen.

Innehållsförteckning

| | |
|----------------------|-------|
| Kommentar Q3-rapport | 3-5 |
| Investeringsidé | 6 |
| Bolagsbeskrivning | 7-8 |
| Marknadsanalys | 9-10 |
| Finansiell prognos | 11-15 |
| Värdering | 16-17 |
| Bull & Bear | 18 |
| VD-intervju | 19 |
| Ledning & Styrelse | 20 |
| Appendix | 21-22 |
| Disclaimer | 23 |

OM BOLAGET

AcuCort är ett läkemedelsbolag som utvecklat läkemedlet Zeqmelit®, som nu är i kommersialiseringsfas. Zeqmelit® är en munfilm baserad på kortisonsubstansen dexametason, för snabb tillgänglighet och lindring vid bland annat svåra och akuta allergiska reaktioner. Zeqmelit® är godkänt i Sverige, Danmark, Norge och Finland, och målet är global kommersialisering i EU, USA och på utvalda nyckelmarknader via licenstagare och distributörer. Bolaget bildades 2006 och har huvudkontor i Lund. AcuCort är noterade på Spotlight Stock Market sedan år 2017 och under Q3-24 lanserades Zeqmelit® på svenska, norska och finska apotek.

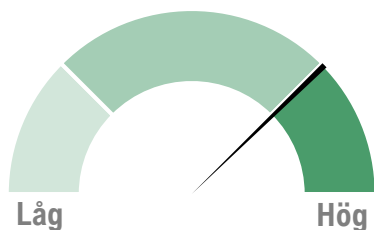
VD OCH ORDFÖRANDE

| | |
|------------------------|---------------|
| Verkställande direktör | Jonas Jönmark |
| Styrelseordförande | Ebba Fåhraeus |

ANALYTIKER

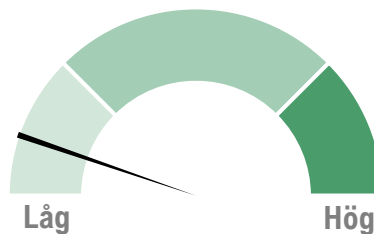
| | |
|---------|-----------------------------|
| Namn | Oscar Mårdh |
| Telefon | +46 760 44 29 70 |
| E-mail | oscar.mardh@analystgroup.se |

Värde drivare



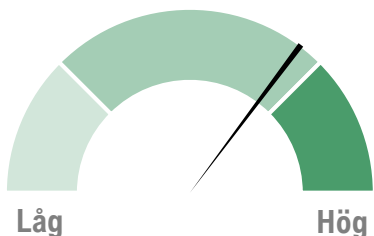
Framtida värde drivare inkluderar en fortsatt upprampning av Zeqmelit® på de nordiska marknaderna samt potentiella partner- och licensavtal inom EU, USA och RoW för att möjliggöra internationell expansion. Slutligen är regulatoriska framsteg, såsom marknadsgodkännanden i EU och USA, kritiska milstolpar för att möjliggöra inträde på nya marknader och därmed skapa förutsättningar för lönsam tillväxt under kommande år.

Lönsamhet



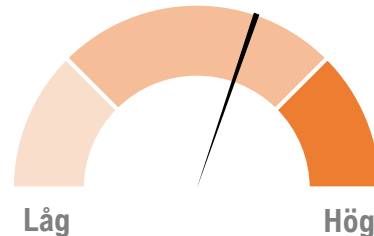
AcuCort har en historik av svag lönsamhet, vilket primärt är hänförligt till att Bolaget bedrivit utvecklingsarbete av Zeqmelit®, som nu har marknadsgodkännande i fyra nordiska länder och erhölet en första order under inledningen av år 2024. Betyget är historiskt grundat och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



AcuCorts nyckelpersoner har god erfarenhet och kompetens från läkemedelsbranschen. Styrelseledamöterna besitter en bred erfarenhet vad gäller läkemedelsutveckling samt kommersialisering av läkemedel, vilket fortsatt kommer vara till stor användning i de stegen AcuCort har kvar för att skala upp sin verksamhet. För ett högre betyg vill Analyst Group se ett högre insiderägande. Ledning och styrelse avser teckna aktier i emissionen för ca 1,5 MSEK, varav VD avser teckna för ca 1 MSEK, vilket ingjuter förtroende.

Risk



Med Zeqmelit® godkänt i fyra nordiska länder bedöms de största regulatoriska riskerna nu ligga bakom Bolaget. Framgent förväntas den finansiella risken minska, dels genom emissionen om ca 48 MSEK under Q1-25 och optionsinlösen under Q2-25, dels genom fortsatt utrullning av Zeqmelit® i Norden. Detta till trots kvarstår osäkerhet kring den framtida marknadsacceptansen av Zeqmelit® och därmed den efterföljande försäljningsutvecklingen.

71,5 MSEK
TOTAL EMISSIONS-
LIVID GIVET FULL
TECKNING

81 %
TOTALT
TECKNINGS- OCH
GARANTIÄTAGANDE

TILLVÄXTKAPITAL
MÖJLIGGÖR
INTERNATIONELL
EXPANSION

**ZEQMELIT® HAR
LANSERATS I
SVERIGE, NORGE
OCH FINLAND**



Företrädesemission om ca 48 MSEK skapar utrymme för ytterligare expansion

Efter utgången av kvartalet meddelade AcuCort att styrelsen beslutat, villkorat av godkännande vid extra bolagsstämma den 19 december 2024, om en emission av units bestående av aktier och teckningsoptioner av serie TO 2 med företrädesrätt för AcuCorts aktieägare. Vid full teckning av företrädesemissionen tillförs Bolaget cirka 47,7 MSEK före emissionskostnader, och vid fullt utnyttjande av teckningsoptionerna förväntas Bolaget erhålla ytterligare ca 23,8 MSEK före emissionskostnader.

VD och styrelseordförande avser teckna aktier utöver pro-rata andel om sammanlagt ca 1,1 MSEK

Emissionen omfattas till ca 81 % av tecknings- (31 %) och garantiätaganden (50 %), där styrelse, VD och större aktieägare har ingått teckningsåtaganden motsvarande deras pro-rata-andelar om upp till totalt ca 13,8 MSEK. Vårt att belysa är att, utöver att teckna pro-rata andelen, har Bolagets VD, Jonas Jönmark, och styrelseordförande, Ebba Fåhraeus, meddelat att de avser att teckna units för ytterligare ca 0,9 MSEK respektive 0,2 MSEK, vilket gör att det sammantagna teckningsåtagandet från ledning och styrelse samt större aktieägare uppgår till ca 31 %. Detta sänder ett starkt signalvärde beträffande ledningen och styrelsens positiva framtidstro gällande Zeqmelit® fortsatta kliv mot ett kommersiellt genombrott.

Teckningsperioden i företrädesemissionen beräknas löpa under perioden 9 januari 2025 - 24 januari 2025, och teckningskursen uppgår till 0,5 kr per aktie. Teckningsoptionernas inlösenperiod sträcker sig mellan den 9 juni 2025 till och med den 20 juni 2025, och teckningskursen uppgår till 0,75 kr per aktie.

Bakgrunden till kapitalanskaffningen är ett ökat intresse för Zeqmelit från potentiella distributions- och licenspartners sedan produkten lanserades av Unimedic på de nordiska marknaderna under Q3-24, där AcuCort nu för dialoger och förhandlingar med flertalet partners avseende nyckelmarknader i EU och ROW (Rest of the World), med målsättning att i närtid presentera ett avtal avseende ett eller flera länder.

För att kunna exekvera på den ökade efterfrågan avser AcuCort nu att genomföra en emission för att kunna finansiera de nödvändiga tillväxtingsatsningar som krävs för att ta ytterligare kliv mot ett globalt kommersiellt genombrott. Analyst Group bedömer kapitalanskaffningen som kritisk för att kunna ta tillvara på de betydande tillväxtpotentialer och den ökande efterfrågan som råder, där denna emission förväntas skapa finansiellt spelrum att fullfölja de potentiella möjligheter som kan mynna ut i lukrativa licensavtal och starka kassaflöden framgent.

Estimerad allokering av emissionslikvid

| | |
|--|-----|
| Partner- och licenstagardiskussioner inkl. legala ombud i förhandlingar USA, EU och ROW | 35% |
| Successiva godkännandeprocesser enligt MRP i resterande marknader inom EU, dock endast efter ingångna distributionsavtal | 25% |
| Godkännandeprocess FDA, inklusive omkostnader för extern expertis | 15% |
| Personal och administration | 15% |
| Marknadsföring | 10% |

Zeqmelit® har lanserats på svenska, norska och finska apotek

Under kvartalet har lanseringen av Zeqmelit® påbörjats, med Sverige som första marknad, där munfilmerna blev tillgängliga på apotek den 2 september. Kort därefter, den 15 september, lanserades Zeqmelit® även på apotek i Norge och Finland. Distributionspartnern Unimedic Pharma, som ansvarar för försäljning och marknadsföring i Sverige, Norge, Finland och Danmark, besitter en stark meritlista inom läkemedelslanseringar och en bred kännedom avseende den nordiska och nordeuropeiska marknaden. Således bedömer Analyst Group att AcuCort, tillsammans med distributören Unimedic Pharma, har gynnsamma förutsättningar för att uppnå en framgångsrik kommersialisering på de nordiska huvudmarknaderna.

Erhållet varumärkesskydd för Zeqmelit® i USA

Under Q3-24 har Zeqmelit® registrerats som varumärke i USA, en strategiskt viktig milstolpe inför Bolagets kommande kommersialiseringssfas på den breda och viktiga amerikanska läkemedelsmarknaden. Varumärkesregistreringen, som utfärdats av den amerikanska myndigheten USPTO, gäller i 10 år och kan därefter förnyas. Analyst Group bedömer att varumärkesgodkännandet av Zeqmelit® är en betydande förutsättning för en framgångsrik kommersialisering i USA.

Beträffande ett eventuellt marknadsgodkännande på den amerikanska marknaden pågår nu arbetet med att färdigställa Bolagets iPSP (initial Pediatric Study Plan), vilket är en förutsättning för att kunna skicka in ansökan till FDA. Denna ansökan förväntas skickas in under år 2025, vilket bedöms utgöra en trigger i relativ närtid. Ett eventuellt marknadsgodkännande och expansion på den amerikanska marknaden är av yttersta vikt, inte bara på grund av dess betydande försäljningspotential som världens största läkemedelsmarknad, utan även för att underlätta en framtida global expansion.

Beviljas förlängd SME-status

Efter kvartalets utgång meddelade AcuCort att Bolaget beviljats förlängd SME-status av EMA, vilket innebär att Bolaget behandlas som ett SME-bolag av myndigheten till och med den sista december år 2025. Detta innebär i sin tur att AcuCort undantas från avgifter, antingen helt eller delvis, i samband med regulatoriska ansökningar kopplade till försäljning och marknadsföring av läkemedel inom EU och EEA. Analyst Group ser detta som positivt, då det förväntas medföra reducerade avgifter vid marknadsregistreringar, och därigenom minska den operationella kapitalförbrukningen när Bolaget skalar upp marknadsföringsinsatserna inom EU och EEA framgent.

Samtliga patienter har genomgått AcuCorts Fas IV-studie (ZEQ001)

AcuCort meddelade, efter utgången av Q3-24, att samtliga patienter har genomgått Bolagets Fas IV-studie, ZEQ001, som inleddes under Q1-24. Studien omfattade totalt 50 patienter, och resultaten kommer att publiceras i vetenskapliga tidskrifter. Detta utgör ett viktigt stöd i AcuCorts lanseringsarbete framgent, då publiceringen av värdefulla insikter relaterade till patienternas erfarenheter och trygghet med läkemedlet är centrala marknadsföringsverktyg för att nå ut till astma- och allergiläkare. Som tidigare nämnts är den kliniska studien inte alls nödvändig för kommersialiseringen av Zeqmelit®, utan fungerar enbart som ett värdefullt marknadsföringsunderlag.

Presenterat studieresultat på den vetenskapliga konferensen ISPOR i Barcelona

AcuCort har, efter kvartalets utgång, presenterat resultaten från studien "Swedish Allergists' View on the Role of Cortisone and the Formulation (Tablets or Self-Dissolving Film) for the Treatment of Acute Allergic Reactions" på den vetenskapliga konferensen ISPOR Europe i Barcelona. Studien, som genomfördes år 2023 genom intervjuer med kliniskt erfarna allergologer, syftar till att klargöra när och i vilken utsträckning kortison används i förhållande till allergins svårighetsgrad och vilka förutsättningar för behandling som råder i den akuta situationen för patienter som idag behandlas med kortisontabletter. Studieresultatet belyser centrala faktorer, såsom att allergologer uppfattar behandlingssituationen med traditionella kortisontabletter som suboptimal, då patienter ofta är ensamma, stressade, saknar medicin eller vatten. Vidare identifierade samtliga allergologer tydliga fördelar med Zeqmelit® jämfört med kortisontabletter, primärt då dess egenskaper underlättar administrering och förbättrar följsamhet. Analyst Group bedömer att ISPOR utgör ett viktigt forum för att nå Bolagets huvudsakliga målgrupp, astma- och allergiläkare, särskilt då läkares benägenhet att förskriva Zeqmelit® påverkar den framtida marknadsacceptansen och därmed försäljningen av läkemedlet.

Nettoomsättning och kostnadsbas

Nettoomsättningen uppgick till ca 0,7 MSEK (0) under Q3-24, hänförligt till den initiala utrullningen av Zeqmelit® på nordiska apotek. Bolaget betonar i rapporten att aktivitetsnivån är hög inom Sverige, Finland och Norge, där Bolaget har fört flertalet dialoger med viktiga aktörer inom området avseende framtidens allergibehandlingar och vilka luckor Zeqmelit® fyller med dess unika egenskaper. Framgent förväntas de nordiska hemmamarknaderna utgöra en språngbräda för den stundande internationella expansionen inom viktiga marknader såsom Frankrike, Tyskland, Storbritannien och USA, vilket möjliggörs genom den nyligen annonserade företrädesemissionen.

Under Q3-24 uppgick Bolagets totala rörelsekostnader till 4,0 MSEK (4,8), vilket motsvarar en minskning om ca 16 % i jämförelse med Q3-23 och en minskning om ca 21 % Q-Q, då rörelsekostnaderna uppgick till ca 5,1 MSEK. Sett till förändringen Y-Y och Q-Q är det primärt en reduktion i övriga externa kostnader som bidrar till den minskade kostnadskostymen på rörelsenivå, där minskningen uppgår till ca 26 % Y-Y och ca 25 % Q-Q. Analyst Group bedömer att AcuCort uppvisar en solid kostnadskontroll under det tredje kvartalet, vilket illustreras av den reducerade kostnadsmassan både Y-Y och Q-Q.

**FÖRLÄNGD SME-
STATUS T.O.M.
UTGÅNGEN AV
Q4-25**

**VIKTIGT FORUM
FÖR ATT NÅ UT
TILL ASTMA- OCH
ALLERGI LÄKARE**

**0,7 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
Q3-24**

**-16 % Y-Y
RÖRELSEKOSTNADER
Q3-24**

MINSKAD BURN RATE Q-Q

KAPITALANSKAFFNING SKAPAR FINANSIELL FLEXIBILITET

POSITIONERADE FÖR FORTSATT EXPANSION

Finansiell position

Vid utgången av september 2024 uppgick kassan till ca 8,0 MSEK, vilket motsvarar en minskning om ca 3,8 MSEK mot föregående kvartal då kassan uppgick till 11,7 MSEK. AcuCort har uppvisat en genomsnittlig operativ kapitalförbrukning om ca -1,0 MSEK/månad under Q3-24, och med kvartalets investeringar i beaktning uppgår det negativa fria kassaflödet (FCFF) till ca -1,3 MSEK/mån. I jämförelse med föregående kvartal (Q2-24) har kapitalförbrukningen således minskat drastiskt, då den operativa kapitalförbrukningen uppgick till -1,6 MSEK/månad, och -2,0 MSEK med hänsyn till investeringarna.

Givet kassan vid utgången av Q3-24 (8,0 MSEK) och den stundande företrädesemissionen, vilken initialt kan tillföra Bolaget ca 48 MSEK före emissionskostnader, bedömer Analyst Group att AcuCort har tillräckligt med tillväxtkapital för att exekvera på den ökande efterfrågan framgent. En säkrad finansiell ställning skapar flexibilitet och stärker Bolagets förhandlingsposition i dialoger med potentiella kommersiella partners. Vidare kan teckningsoptionerna (TO2) tillföra Bolaget ytterligare ca 23,8 MSEK före emissionskostnader under Q2-25, vilket förväntas stärka den finansiella ställningen ytterligare.

Sammantaget konstaterar Analyst Group att AcuCort står inför en expansiv fas, där företrädesemissionen om ca 48 MSEK förväntas utgöra en central pelare för att möjliggöra Bolagets strategiska tillväxtsatsningar och internationella expansion. Med det ytterligare kapitalet siktar Bolaget på att intensifiera dialogerna med potentiella licens- och distributionspartners på nyckelmarknader, såsom Frankrike, Tyskland, Storbritannien och USA, samtidigt som det möjliggör finansiering av regulatoriska processer och marknadsföringsinsatser för Zeqmelit®. Det starka teckningsåtagandet från ledning och styrelse, i synnerhet att VD och styrelseordförande avser teckna units för ytterligare ca 0,9 MSEK respektive 0,2 MSEK, utgör ett starkt signalvärde och vittnar om en tydlig framtidstro. Vidare skapar det tydliga incitament för att generera aktieägarvärde framgent.

Det tredje kvartalet har präglats av fortsatta milstolpar gällande kommersialiseringen av Zeqmelit®, där den främsta ljuspunkten utgörs av lanseringen i Sverige, Norge och Finland. Vidare utgör det erhållna varumärkesskyddet i USA, förlängd SME-statusen av EMA och medverkan på ISPOR i Barcelona viktiga händelser under kvartalet. Med ett tydligt fokus på expansion, stark finansiell grund och en produkt med unik marknadspotential står AcuCort väl rustat att kapitalisera på den ökande efterfrågan framgent.

Företrädesemissionens tekniska effekt på värderingsintervallet

Analyst Group estimerar en teckningsgrad om 100 % i den stundande företrädesemissionen, vilket, givet detta utfall, skulle resultera i ca 95,3 miljoner nyemitterade aktier. Det tidigare antalet aktier uppgick till ca 119,2 miljoner, och en fulltecknad emission skulle således resultera i totalt ca 214,5 miljoner utestående aktier, motsvarande en utspädningseffekt om 44,4 %. I samband med den annonserade emissionen väljer Analyst Group att justera ned diskonteringsräntan för att ta hänsyn till den reducerade finansiella risken, vilket resulterar i en applicerad WACC om 12,3 %.

En DCF-modell har tillämpats på den nordiska marknaden, medan en rNPV-modell har tillämpats på marknaderna inom EU och USA, där Bolagets framtida kassaflöden har justerats för risken i pågående regulatorisk utveckling. Med en applicerad sannolikhet för läkemedelsgodkännande om ca 93 % i EU och 85 % i USA, samt en diskonteringsränta om 12,3 %, uppgår summan av samtliga nuvärdesberäknade fria kassaflöden till ca 175 MSEK, vilket motsvarar det estimerade Enterprise Value (EV).

För att härleda det nuvärdesberäknade marknadsvärdet (börsvärdet) har nettokassan beaktats. Den estimerade nettokassan baseras på siffror från Q3-24, justerad för en beräknad kapitalförbrukning om -1,5 MSEK per månad samt den estimerade nettolikviden från företrädesemissionen, efter transaktionskostnader (42,9 MSEK). Detta resulterar i en estimerad nettokassa om ca 47,9 MSEK. Justerat för detta uppgår det estimerade riskjusterade nuvärdet (börsvärdet) till ca 223 MSEK. Med antagandet att emissionen tecknas fullt, och antalet utestående aktier därmed uppgår till ca 214,5 miljoner, motsvarar detta ett motiverat värde om 1,0 kr per aktie i ett Base scenario.

Med detta sagt är det motiverade värdet om 1,0 kr per aktie enbart en teknisk justering jämfört med det tidigare motiverade värdet om 1,4 kr per aktie, vilket är en följd av de tillkommande aktierna i samband med emissionen. Analyst Group vidhåller bedömningen att AcuCort är väl positionerade för att kapitalisera på den ökade efterfrågan och Zeqmelits® tydliga patientfördelar. Vi bedömer att post-money värderingen om ca 107 MSEK erbjuder en attraktiv *risk/reward* för investerare.

STUDIE PÅVISAR STARK EFTERFRÅGAN

Innovativ produkt med tydliga patientfördelar bäddar för framtida tillväxt

AcuCorts innovativa läkemedel, Zeqmelit®, en unik munfilm som primärt adresserar allergimarknaden, besitter en rad patientfördelar i jämförelse med traditionella kortisonläkemedel som används för att behandla allergiska reaktioner. Dagens allergiläkemedel består till stor del av tabletter som löses upp i vatten, för att sedan sväljas, vilket för patienten både är tidskrävande och opraktisk, särskilt vid allergiska reaktioner som ofta är förknippade med ett starkt stresspåslag. Zeqmelit® är en liten och tunn munfilm som löses upp på tungan inom 10-15 sekunder, en enstaka munfilm motsvarar en dos. Förpackningen motsvarar ungefär storleken av ett visittkort, vilket gör den lättillgänglig och praktisk vid akuta allergiska reaktioner, då den får plats i exempelvis en plånbok. Enligt AcuCorts marknadsundersökningar skulle 9 av 10 läkare i Europa förskriva Zeqmelit® till sina patienter om läkemedlet fanns tillgängligt, och AcuCorts enkätstudie tyder på att 72 % av patienterna föredrar en munfilm framför tablettbehandling, vilket visar på den starka efterfrågan, både bland patienter och läkare. AcuCort bedöms ha goda möjligheter att ta marknadsandelar från ledande aktörer på marknaden, och de tydliga patientfördelarna bådär gott inför den nordiska kommersialiseringsfasen som inleddes tillsammans med distributionspartnern Unimedica Pharma under Q3-24.

Förväntas kapitalisera på en växande allergibehandlingsmarknad

Idag lider ca 10-40 % av världens befolkningen av någon form av allergi, vilket gör det till ett utbrett globalt problem.¹ Marknaden för allergibehandling förväntas växa med en CAGR om ca 8,1 % mellan åren 2024-2029, för att år 2029 nå ett marknadsvärde om ca 31 mdUSD.² De huvudsakliga tillväxtdrivarna utgörs av stigande allergiprevalens, ökade investeringar för att utveckla effektiva behandlingsalternativ, samt en växande betydelse av självmedicinering. Allergimarknaden kan övergripande delas in i tre segment, baserat på hur starkt patienten reagerar vid en allergisk reaktion, där Zeqmelit® är positionerade att adressera mittsegmentet som består av måttliga till svåra akuta allergiska reaktioner. Dessa patienter behandlas i regel med syntetiska glukokortikoider, där Zeqmelit® utgörs av den aktiva substansen dexametason, vilken är en välkänd variant av kortison. AcuCort förväntas kunna kapitalisera på den strukturella medvinden i marknaden, och Analyst Group bedömer att Bolaget har goda möjligheter att med den disruptiva munfilmen förändra livet för en betydande del av de patienter som lider av akuta allergiska reaktioner.

Ledning och styrelse besitter både kommersiell och teknisk erfarenhet

AcuCorts nyckelpersoner har god erfarenhet och kompetens från läkemedelsbranschen. Styrelseledamöterna besitter en bred erfarenhet vad gäller läkemedelsutveckling samt kommersialisering av läkemedel, vilket fortsatt kommer vara till stor användning för att kommersialiseringen ska bli väl mottagen på de flertalet marknader den syftar till att adressera. Jonas Jönmark, VD sedan augusti 2020, har omfattande bransch erfarenhet och har bl.a. en bakgrund av att ha arbetat med internationella produktlanseringar, etablering av sälj/distributionskanaler och kommersiella partnerskap, erfarenheter som kommer väl till hands för att AcuCort ska lyckas kommersialisera Zeqmelit® med goda resultat.

Sammanfattning av värdering

Värderingen av AcuCort härleds genom en DCF-modell på den nordiska marknaden samt en rNPV-modell på marknaderna EU och USA, där de framtida estimerade kassaflödena riskjusteras med anledning av att Bolaget ännu inte erhållit marknadsgodkännande. Med en applicerad diskonteringsränta om 12,3 % härleds ett riskjusterat nuvärde om ca 223 MSEK i ett Base scenario, motsvarande 1,0 kr per aktie. Detta utgör primärt en teknisk justering jämfört med det tidigare motiverade värdet om 1,4 kr per aktie, till följd av den estimerade utspädningseffekten i samband med emissionen. En mer detaljerad beskrivning av företrädesemissionens effekt på värderingen finns på s. 5 och s. 16.

Beroende av externa partners samt likviditet utgör risker att bevaka framgent

AcuCort har en kapitallätt affärsmodell där *go-to-market*-strategin innefattar distributions- eller licensavtal med en etablerad partner som har nätverken samt de finansiella musklerna att ta Zeqmelit® till marknaden. Denna strategi innebär dock att en potentiell framgångsrik kommersialisering till stor del ligger i händerna på en eventuell framtida partner. Viktiga pusselbitar för att kunna ingå gynnsamma partneravtal är således att dels kunna uppvisa en framgångsrik lansering på den nordiska marknaden och dels att skicka in en ansökan till FDA, och följaktligen även att erhålla marknadsgodkännande på den amerikanska marknaden. De kostsamma processerna för att skala upp inför en bred kommersialisering, erhålla nödvändiga marknadsgodkännanden inom EU och USA, och ha möjligheten att vara opportunistisk om tillfälle ges, förväntas finansieras genom den kommande företrädesemissionen (Q1-25) samt optionsinlösen under Q2-25. Även om den finansiella risken har minskat till följd av ovan, kvarstår fortsatt risken att Bolaget kan behöva ytterligare externt kapital fram tills dess att break-even nås.

BRED KOMPETENS OCH ERFARENHET I LEDNING OCH STYRELSE

¹<https://www.forskasverige.se/wp-content/uploads/WAO-WhiteBook-2013.pdf>
²<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/allergy-treatment-market>



MARKNADS-
GODKÄNNANDE I
FYRA NORDISKA
LÄNDER

ZEQMELIT®
BESITTER TYDLIGA
PATIENTFÖRDELAR

BEPRÖVAT
LÄKEMEDEL
SÄNKER RISKEN
VID ANSÖKAN OM
GODKÄNNANDE

AcuCort är noterade på Spotlight Stock Market sedan april 2017 och utvecklar, samt kommersialiserar, läkemedlet Zeqmelit. I utvecklingen av läkemedlet har AcuCort lyckats kombinera fördelarna med den välbeprövade substansen dexametason och den patenterade användarvänliga munfilmen för snabb tillgänglighet och lindring i akuta situationer som t.ex. svåra och akuta allergiska reaktioner. Bolaget har erhållit marknadsgodkännande i Sverige, Danmark, Norge och Finland och har även fått en första order från distributionspartnern Unimedica Pharma. Utöver de fyra stora nordiska länderna fokuserar AcuCort på att erhålla marknadsgodkännande och kommersialisera produkten inom andra prioriterade marknader, såsom övriga EU och USA.

Zeqmelit®

Zeqmelit® består av den välanvända glukokortikoiden dexametason, en välkänd och beprövad typ av kortison som med hjälp av dess antiinflammatoriska effekter har etablerat sig som ett utbrett allergiläkemedel världen över. Bolagets produkt utgörs av en tunn, liten munfilm som appliceras på tungan och löses upp med saliv inom 10-15 sekunder. Denna metod möjliggör frisättning av den aktiva substansen i mag- och tarmkanalen, där den absorberas och övergår till blodbanan för att nå målorganet via blodcirkulationen. När dexametason, den aktiva substansen i Zeqmelit®, når blodbanan verkar den på motsvarande sätt som vid intag av tabletter med ekvivalent styrka. Munfilmen finns tillgänglig i tre styrkor - 4, 6 och 8 mg - och den relativt höga dosen gör att en enstaka munfilm av Zeqmelit® kan leverera en full dos av läkemedlet vid administrering.

Förpackningen för Zeqmelit® är ungefär lika stor som ett visitkort, vilket gör det möjligt för en person att enkelt alltid ha läkemedlet med sig. Vidare krävs inget vatten för att använda produkten, vilket är en fördel i akuta situationer och för patienter med svårigheter att svälja. 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. Zeqmelit® är snabbare och enklare att använda, vilket innebär stora patientfördelar vid en akut allergisk reaktion. Ytterligare indikationer för Zeqmelit® inkluderar behandling av barn med krupp, patienter som upplever illamående och kräkningar vid kemoterapi eller cellgiftsbehandling (CINV), samt behandling av patienter med Covid-19 som behöver kompletterande syrebehandling.

Zeqmelit® är ett receptbelagt läkemedel som förskrivs via läkare, och enligt Bolagets egna marknadsundersökningar skulle 9 av 10 allmänläkare i Europa förskriva Zeqmelit® om läkemedlet fanns tillgängligt på marknaden. AcuCorts marknadsundersökningar visar även på att över 80 % av läkarna skulle förskriva Zeqmelit® till upp till 50 % av sina patienter, vilket är ytterligare en indikation på att efterfrågan på ett alternativt och smidigt administrations sätt av dexametason är hög.

Bioekvivalensstudier med AcuCorts produkt har levererat positiva resultat. För att Bolaget ska kunna kommersialisera Zeqmelit® behöver produkten bli godkänd av respektive marknads läkemedelsmyndighet. Idag är Zeqmelit® godkänt i de fyra stora nordiska länderna (Sverige, Norge, Danmark och Finland), vilket är en stark extern validering, och sänker den regulatoriska risken enligt Analyst Group.

Patientfördelar - Zeqmelit®



Lättillgänglig

Får plats i t.ex. en plånbok



Lättadministrerad

Löses upp på tungan inom 15 sek



Snabbverkande

Verkar inom 20 min, full effekt efter 2h



Affärsmodell

AcuCorts affärsidé är att kommersialisera Zeqmelit® med hjälp av ett globalt nätverk av distributörer och/eller licenstagare, med god täckning på regionala eller större lokala marknader. Distributionsmodellen innefattar att Bolagets partner åtar sig att distribuera produkten, medan AcuCort är ansvarigt för produktion och tillhandahållande av den färdiga produkten. AcuCort outsourcar produktionen av Zeqmelit® till Bolagets franska kontraktstillverkare, Adhex Pharma, som har kapacitet att producera Zeqmelit® i storskaliga volymer. Detta innebär att Bolaget inte behöver bygga ut vare sig produktionsanläggning eller stora och kostsamma distributionskanaler och säljorganisationer, vilket möjliggör en kapitaleffektiv affärsmodell.

Bolagsbeskrivning

Det andra tänkbara sättet att kommersialisera Zeqmelit® är med hjälp av licenstagare, där aktören ges rättigheter till patent och ansvarar för hela värdekedjan från produktion till dess att läkemedlet når patienten. Detta resulterar i återkommande royalty-intäkter baserade på en andel av licenstagarens försäljning. Vanliga inslag i licensieringsavtal inkluderar även upfront- och milstolpsbetalningar relaterade till försäljningsvolym.

Kostnadsdrivare

De huvudsakliga kostnaderna är, förutom Bolagets drift, hänförliga till processutveckling samt regulatoriska konsulter. På kort sikt väntas kostnaderna främst drivas av den fortsatta vägen mot registrering i EU och USA, samt kommersialiseringen i de nordiska länderna. På längre sikt förväntas kostnadsstrukturen att bero på vilka affärsrelationer som utvecklas med samarbetspartners.

Vid kommersialisering genom distributionsmodellen belastas AcuCort av kostnader hänförliga till produktion (COGS), vilka i dagsläget outsourcas till Bolagets kontraktstillverkare, Adhex Pharma. Licensmodellen innebär att AcuCort knappt belastas med några kostnader, då licenstagaren är ansvarig för allt från produktion, distribution och marknadsföring till regulatoriska kostnader, och i utbyte erhåller AcuCort en andel av licenstagarens intäkter.

AcuCort har historiskt aktiverat en del utvecklingsutgifter som immateriella anläggningstillgångar på balansräkningen, vilket resulterar i minskade kostnader i resultaträkningen samtidigt som balansomslutningen ökar i motsvarande utsträckning. Nu när utvecklingen av Zeqmelit® är färdigställd och produkten är redo för kommersialisering förväntas de aktiverade utgifterna minska framgent.

Utöver COGS relaterat till distributionsmodellen består AcuCorts kostnadsbas av overhead-kostnader hänförligt till bl.a. regulatoriska kostnader, administrativa kostnader, konsultarvoden och lokalhyra. Ett exempel på detta är kostnader relaterade till farmakovigilans, där Bolaget ingått avtal med konsultbolaget Trial Form Support (TFS). Farmakovigilans är en lagstadgad skyldighet för läkemedelsbolag och syftar till att öka patientsäkerheten genom att upptäcka, utvärdera, förstå och förebygga biverkningar av läkemedel samt andra läkemedelsrelaterade problem.

IP-portfölj

Att säkerställa patentskydd avseende Bolagets innovativa munfilm spelar en avgörande roll för AcuCorts framtida kommersiella möjligheter. Zeqmelit® skyddas av två patentfamiljer, vilka är följande:

- 1) Omfattar den specifika **formuleringen i Zeqmelit®**, Bolagets användarvänliga munfilmsteknologi med steroider som möjliggör en användarvänlig administrationsform för patienten i akuta situationer. Bolaget skickade in en ny patentansökan år 2017, samagd med tidigare tillverkningspartner LTS Lohmann Therapie-Systeme AG, i 44 länder för att ytterligare stärka patentskyddet för Zeqmelit® och förlänga exklusiviteten på marknaden. Zeqmelit® har idag patentskydd i 32 länder, inklusive Europa (21 länder), USA, Japan, Kina och Kanada.
- 2) Omfattar **både munfilmsteknologin** med steroider samt **produktionsprocessen** av Bolagets produkt, Zeqmelit®, och är giltigt fram till år 2035.

Strategisk utsikt

Företrädesemissionen som avses genomföras under Q1-25 förväntas ge AcuCort det finansiella spelrum som krävs för att expandera utanför Bolagets hemmamarknader, med fokus på större europeiska marknader såsom Frankrike, Tyskland och Storbritannien samt USA. Bolaget avser nyttja det starka know-how och de etablerade processer som utvecklats i samband med lanseringen i Norden, vilket förväntas fungera som en språngbräda vid inträde på nya marknader.

AcuCort har ett tätt samarbete med Adhex Pharma avseende tillverkning samt Trial Form Support (TFS) gällande läkemedelssäkerhet. Framgent är det av stor vikt att bygga ett nätverk av globala distributions- och licenspartners på relevanta geografiska marknader. Under Q3-23 ingicks ett strategiskt viktigt distributionsavtal med det svenska specialistläkemedelsbolaget Unimedica Pharma. Sedan dess har Bolaget erhållit en första order från Unimedica Pharma, och under Q3-24 lanserades Zeqmelit® på svenska, norska och finska apotek.

Ytterligare partnerskap bedöms dock vara nödvändiga för att introducera Zeqmelit® på större och mer lukrativa marknader, såsom USA. Gällande den amerikanska marknaden för Bolaget en nära dialog med FDA angående de kompletterande uppgifter som krävs för att kunna lämna in en formell NDA-ansökan. AcuCort har som mål att lämna in denna registreringsansökan under år 2025, vilket skulle utgöra en viktig milstolpe för att stärka Bolagets förhandlingsposition gentemot framtida potentiella partners.

KAPITALLÄTT AFFÄRSMODELL



Erhålla patent på nyckelmarknader



Proof of Concept



Visa att det finns ett patientbehov



Ingå distributionsavtal



Erhållen första order

2025-2027E



Skala upp försäljningen i Norden



Skicka in ansökan till FDA



Erhålla marknads-godkännande i USA



Ingå avtal med partner i USA



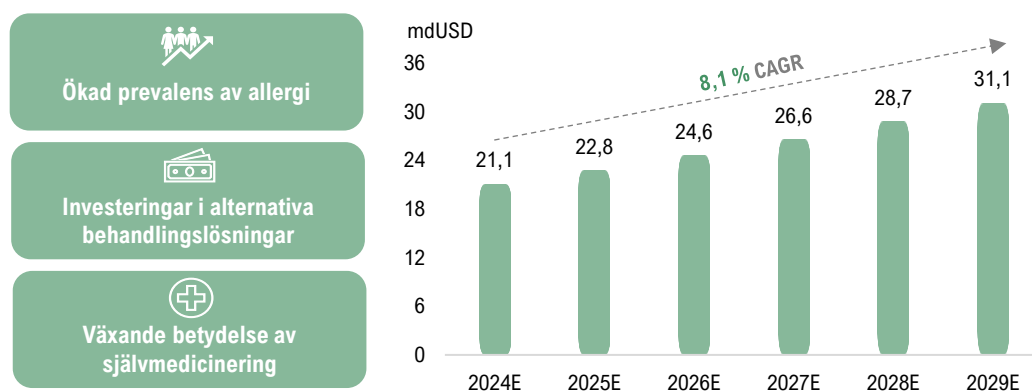
Expandera ytterligare inom EU

8,1 % CAGR
2024-2029
MARKNADEN FÖR
ALLERGIBEHANDLING

Allergibehandlingsmarknaden förväntas visa på en solid tillväxt kommande år, med hjälp av gynnsamma strukturella medvindar. Enligt Mordor Intelligence prognostiseras den totala marknaden för allergibehandling att växa med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om ca 8,1 % mellan åren 2024-2029, för att år 2029 nå ett marknadsvärde om ca 31 mdUSD.¹ De primära faktorerna som förväntas driva tillväxten är den ökade prevalens av olika typer av allergier, investeringar för att utveckla adekvata och effektiva behandlingsalternativ, samt den växande betydelsen av självmedicinering. Även den globala marknaden för kortikosteroider beräknas växa stadigt under de kommande åren, dock med en något lägre takt jämfört med allergibehandlingsmarknaden som helhet. Enligt Grand View Research förväntas marknaden för kortikosteroider växa med en CAGR om ca 5,5 % mellan åren 2024-2030, för att vid prognosperiodens slut uppgå till omkring 7,7 mdUSD.²

Marknaden för allergibehandling estimeras växa med en årlig tillväxt om 8,1 % fram till år 2029.

Tillväxt drivare och estimerad tillväxt på den globala allergibehandlingsmarknaden, 2024E-2029E



Källa: Mordor Intelligence, Allergy Treatment Market Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2024 - 2029)

10-40 %
AV BEFOLKNINGEN
LIDER AV ALLERGI

Allergi är ett utbrett problem världen över, som drabbar en betydande del av befolkningen i varierande grad. World Allergy Organisation (WAO) uppskattar att förekomsten av allergi i hela befolkningen varierar mellan ca 10-40 %, beroende på land.³ Baserat på en amerikansk studie från år 2021 uppskattar CDC:s National Center for Health Statistics att var tredje vuxen och var fjärde barn i USA led av säsongsbunden allergi, eksem eller matallergi.⁴ I takt med att allergi blir ett allt vanligare hälsoproblem ökar efterfrågan på smidiga och användarvänliga administrationssätt, som kan underlätta vardagen för de som drabbas av allergiska reaktioner.

Marknaden för Zeqmelit®

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

▪ Måttliga till svåra akuta allergiska reaktioner

Segmentet mellan receptfria läkemedel och anafylaktisk chock utgörs av måttliga till svåra akuta allergiska reaktioner, vilket utgör AcuCorts primära målgrupp. En patient i detta segment får allergiska reaktioner med svåra och omfattande symtom, vilket gör att de receptfria läkemedlen inte räcker till, varför kortisonläkemedel ofta förskrivs. För att avvärja reaktionen intar personen kortisonläkemedel, och när reaktionen inträffar är det därför viktigt att ha medicinen nära till hands.

▪ Milda allergiska reaktioner

En betydande del av den globala marknaden för allergibehandling omfattar personer som lider av allergier, men deras tillstånd är inte tillräckligt allvarligt för att motivera receptbelagda läkemedel. Dessa personer använder istället receptfria egenvårdsläkemedel och tillhör således inte AcuCorts målgrupp.

▪ Anafylaktisk chock

Det mest akuta segmentet inom allergibehandling innefattar personer som befinner sig i livsfara vid en allergisk reaktion. I dessa situationer krävs adrenalin som akutåtgärd, med kortison som komplement.

¹<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/allergy-treatment-market>

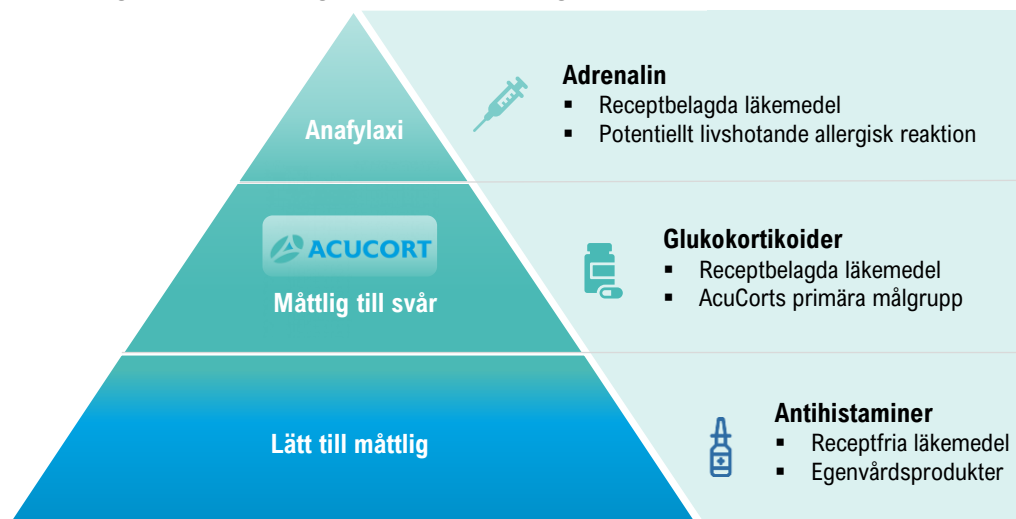
²<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/corticosteroids-market-report>

³<https://www.forskasverige.se/wp-content/uploads/WAO-WhiteBook-2013.pdf>

⁴https://www.cdc.gov/nchs/pressroom/nchs_press_releases/2022/20220126.htm

Positionering av Zeqmelit® vid allergibehandling.

Grad av allergisk reaktion samt vanligt förekommande behandlingsmetoder



Källa: AcuCort, Analyst Group (illustration)

Glukokortikoider

Glukokortikoider har använts kliniskt sedan 1960-talet, och är en läkemedelsgrupp bestående av steroidhormoner, som används vid behandling av inflammatoriska och autoimmuna sjukdomar för att hämma utvecklingen av sjukdomsförloppet. Kortikoider är ett samlingsnamn för de olika steroider som bildas naturligt i binjurebarken, som har en rad funktioner att upprätthålla i kroppen. En välkänd kortikoid är kortisol, vars funktion är viktig för att kunna dämpa immunreaktioner och inflammationer. Kortison är läkemedel som liknar kroppens eget kortisol och används av patienter över hela världen, där allergibehandling utgör det största användningsområdet.

Dexametason

AcuCorts läkemedel Zeqmelit® består av en syntetisk glukokortikoid vid namn dexametason, vilken är en välkänd variant av kortison, som med hjälp av dess antiinflammatoriska effekter har etablerat sig som ett utbrett allergiläkemedel världen över. Den aktiva substansen dexametason har en uppsjö av godkända indikationer, men AcuCort är endast intresserad av substansens immunosuppressiva effekter. Likt kortison administreras dexametason i regel via tabletter, men substansen kan även tillföras genom ögondroppar, salvor och intravenösa injektioner.

Stort behov av adekvata behandlingsmetoder

Den vanligaste behandlingsmetoden för måttliga till svåra allergiska reaktioner består i dagsläget av tabletter, där många patienter upplever administrationsformen som omständlig i akuta situationer, då det dels är tidskrävande att behöva lösa upp tabletter i vatten, och dels svårt att svälja vätskan. År 2022 genomförde AcuCort en enkätstudie om hur allergipatienter värderar sin behandling. Studien inkluderade 426 respondenter och resultatet visade bl.a. att 72 % av patienterna skulle föredra en munfilm framför tablettbehandling vid en svår allergisk reaktion. Vidare svarade cirka en fjärdedel av respondenterna att de upplevt svårigheter att svälja sin allergimedicin när en svår allergisk reaktion brutit ut. Att leva med måttlig till svår allergi kan även påverka livskvaliteten, då ångest och rädsla är ett vanligt inslag i den drabbades vardag. AcuCorts studie visar att 41 % av patienterna någon gång fruktat för sitt liv vid en svår allergisk reaktion, och nästintill 70 % av respondenterna har någon gång behövt uppsöka akutsjukvård för en svår allergisk reaktion. Sammantaget tyder dessa siffror på att det finns ett uppdämt behov av allergimedicin som underlättar patientens vardag, genom smidigare administrationsformer, vilket inte bara underlättar för patienten i stundens hetta då en allergisk reaktion bryter ut, utan skänker även trygghet genom vetskapen att administrationen är smidig.

72 %
SKULLE FÖREDRA
MUNFILM FÖRE
TABLETTER



ADHEXPHARMA

AVSER
EXPANDERA
SUCCESSIVT INOM
UTVALDA EU-
LÄNDER

KOSTNADSFRI
NDA-ANSÖKAN
GENOM SWB

Zeqmelit® har lanserats i tre nordiska länder

Zeqmelit® blev godkänt av det Svenska läkemedelsverket år 2020. Genom ett ömsesidigt erkännande, även kallat Mutual Recognition Procedure (MRP), erhöll AcuCort marknadsgodkännande i grannländerna Danmark och Norge under år 2022, samt i Finland år 2023. Under Q3-23 ingick AcuCort ett distributionsavtal med Unimedica Pharma, vilket är ett svenskt specialistläkemedelsföretag som förser Norden och norra Europa med ett brett sortiment av läkemedel inom flera terapiområden. Partneravtalet omfattar ovan nämnda nordiska länder och innebär att Unimedica Pharma kommer att ansvara för försäljning och marknadsföring av Zeqmelit® i dessa länder. I februari 2024 nådde Bolaget ytterligare en historisk milstolpe då AcuCort mottog sin första order från Unimedica Pharma och officiellt tog steget från att vara ett utvecklingsbolag till att bli ett kommersiellt läkemedelsföretag.

AcuCort har, via kontraktstillverkaren Adhex Pharma, levererat den första ordern som erhöles från Unimedica Pharma under Q1-24. Sedan Q3-24 finns Zeqmelit® tillgängligt som receptbelagt läkemedel på svenska, norska och finska apotek, vilket markerar en viktig milstolpe och början på AcuCorts kommersiella resa. Ordervärdet på den initiala ordern uppgår till ca 0,8 MSEK och oaktat ordervärdet bedömer Analyst Group att signalvärdet är desto större. Det ingångna avtalet med Unimedica Pharma väntas bidra som ett Proof of Concept för AcuCort, vilket höjer förtroendet för Zeqmelit® och således förväntas det ingångna avtalet ha en positiv inverkan på Bolagets möjligheter att attrahera fler partners i övriga målmarknader. Framgent förväntas AcuCort intensifiera aktiviteterna för att bredda marknads lanseringen inom Norden, och med en positiv initial respons från astma- och allergiläkare sedan lanseringen, bedöms framtidsutsikterna på de nordiska hemmamarknaderna som lovande.

Marknadsstatus - EU

En del av AcuCorts *go-to-market* strategi är att initialt fokusera på de fyra nordiska länderna, för att sedan successivt fokusera på att erhålla godkännande inom utvalda EU-länder genom den så kallade *Mutual Recognition Procedure* (MRP). Analyst Group bedömer att sannolikheten att få Zeqmelit® godkänt i övriga EU är hög, givet de tidigare erhållna godkännandena i Norden. Rent konkret ämnar AcuCort inleda proceduren för ömsesidigt erkännande i utvalda länder när förhandlingsprocessen med en potentiell distributions-partner kommit tillräckligt långt, för att således ansöka om godkännande där partnern planerar att distribuera produkten. Således skickas ansökan inte in "blint", utan följer de marknader som Bolagets partner adresserar, vilket är en mer kostnadseffektiv strategi jämfört med att söka godkännande i hela EU innan samarbetsavtal är på plats, särskilt med tanke på Bolagets något begränsade finansiella ställning. Under Q4-24 beviljades AcuCort förlängd SME-status av EMA fram till den 31 december 2025, vilket medför helt eller delvis avgiftsbefrielse vid regulatoriska ansökningar inom EU och EEA. Analyst Group ser detta som positivt, då de förväntade kostnadsbesparingarna vid marknadsregistreringar kan minska kapitalförbrukningen och underlätta Bolagets framtida uppskalning av marknadsföringsinsatser i regionen.

Marknadsstatus - USA

Bakom kulisserna pågår en intensiv process avseende AcuCorts marknadsansökan i USA. AcuCort ämnar ansöka om marknadsgodkännande baserat på bioekvivalens, vilket innebär att AcuCort behöver visa att Zeqmelit® uppträder likartat i kroppen som en redan godkänd referensprodukt med samma aktiva substans (dexametason), för att få samma godkända medicinska indikationer som referensprodukten har i sin medicinska dokumentation. Dexametason har funnits länge på den amerikanska marknaden i tablettform, och har en indikationsbredd om ca 50 indikationer, vilket i AcuCorts fall har föranlett en utmaning hos den amerikanska läkemedelsmyndigheten, FDA, då många handläggare velat säga sitt avseende varje indikationsområde. AcuCort är endast intresserade av en handfull av dessa 50 indikationer, varför Bolaget i samråd med FDA identifierat en regulatorisk strategi för ansökan om marknadsgodkännande i USA, där Bolaget fick lov att plocka bort indikationer som Zeqmelit® inte adresserar, vilket kommer att leda till en mer streamlinead handledningsprocess framgent. AcuCort lämnade in kompletterande uppgifter så sent som i Q1-24, och inväntar nu besked från FDA för att kunna skicka in en formell *New Drug Application* (NDA), vilket estimeras ske under år 2025. En NDA-ansökan enligt en så kallad 505(b)(2) process tar i regel ca 12 månader och processen kostar drygt USD 2m. AcuCort har dock fått en så kallad *Small Business Waiver* (SBW) godkänd, vilket innebär att Bolaget inte behöver betala något för en NDA-ansökan. Under Q3-24 registrerades Zeqmelit® som varumärke i USA, en strategiskt viktig milstolpe inför Bolagets kommersialiseringsfas på den amerikanska marknaden. Varumärkesregistreringen har utfärdats av den amerikanska varumärkesmyndigheten USPTO och gäller under 10 år.

AcuCort har meddelat att det pågår fortlöpande dialoger med potentiella framtida partners vilka kan ansvara för försäljning och marknadsföring av Zeqmelit®, både i USA och samt ytterligare EU-länder. Analyst Group ser det som positivt att AcuCort, trots det nyligen ingångna avtalet med Unimedica Pharma, utforskar potentiella möjligheter med fler kommersiella partners för att möjliggöra en så bred marknadsöversyn som möjligt, där ett flertal marknader adresseras. I USA ses ett potentiellt marknadsöversynande, som tagits höjd för i estimaten, som en kritisk milstolpe för att attrahera attraktiva och finansiellt starka kommersialiseringspartners i USA.

Intäktsprognos

Intäktsprognosen är baserad på en top-down metod, där antaganden om bl.a. prevalens, marknadsandel och pris per munfilm leder till prognostiserade intäkter på respektive marknad. Analyst Group estimerar att AcuCort etablerar sig på den europeiska marknaden genom en distributionsmodell, medan Bolaget förväntas nå den amerikanska marknaden via en licenspartner. Den finansiella modellen fokuserar på AcuCorts uttalade nyckelmarknader, bestående av Norden, EU och USA, där antaganden om sannolikheten för marknadsöversynande på de två sistnämnda marknaderna har integrerats i modellen. I ett Base scenario beräknas Zeqmelit®:s försäljningscykel baserat på estimerad försäljningsstart på respektive marknad, samt patentets utgång, som väntas ge exklusivitet på Bolagets nyckelmarknader fram till år 2035. Detta överensstämmer med läkemedelsbranschens dynamik, där utgående patent markant påverkar förmågan att generera betydande intäkter.

Värt att tillägga är att de finansiella prognoserna utelämnar flera parametrar som kan betraktas som ytterligare optioner i värderingen. Dessa inkluderar ett antal potentiella framtida marknader som inte har beaktats, exempelvis Kina, Indien och Australien. Utöver detta baseras prognoserna enbart på den potentiella försäljningen relaterad till allergiska reaktioner, vilket innebär att indikationerna - krupp hos barn, illamående vid cellgiftsbehandling (CINV) och Covid-19 - kan betraktas som ytterligare potential för uppsidan. Vidare fokuserar prognoserna från licensavtal på den amerikanska marknaden uteslutande på royalties som intäktström. Trots Analyst Groups bedömning att AcuCort sannolikt kan erhålla förskotts- och milstolpsbetalningar när Bolaget ingår potentiella licensavtal, ligger utmaningen i att uppskatta tidpunkten och storleken på dessa betalningar, vilket motiverar exklusivt fokus på potentiella royalties, vilket har kompenseras genom en något högre estimerad royalty rate.

Prevalens

Behandlingen av akuta allergiska reaktioner varierar mellan länder och det finns en mängd olika receptfria och receptbelagda läkemedel som behandlar olika grader av allergiska besvär. AcuCorts målmarknad utgörs av patienter som är i riskzonen för akuta och svåra allergiska reaktioner, men där risken för anafylaktisk chock bedöms som låg. Allergi är ett utbrett globalt problem där en betydande del av befolkningen lider av någon form av allergi. World Allergy Organisation (WAO) uppskattar att prevalensen av allergi varierar mellan 10-40 % i olika länder.¹ För att sätta detta i perspektiv uppskattar CDC:s National Center for Health Statistics att cirka 30 % av vuxna och över 25 % av barnen i USA led av säsongsbunden allergi, eksem eller matallergi år 2021.² Den största delen av befolkningen som lider av allergi har vanligtvis lätta till måttliga besvär, vilka ofta kan behandlas med receptfria läkemedel, och i andra änden finns det extrema segmentet av allergiska reaktioner, där reaktionerna kan innebära livsfara för den drabbade. Det sistnämnda segmentet, som ofta kräver behandling i form av adrenalin och kortison som komplement, uppskattas utgöra ca 20 % av den allergiska populationen enligt EAACI.³

Med hänsyn till den utbredda förekomsten av allergier, deras olika former och varierande grad av reaktioner, medför det svårigheter att avgöra exakt hur många av de allergiska patienterna som potentiellt inkluderas i AcuCorts adresserbara målgrupp, särskilt var gränserna går mellan patienter med milda- till måttliga-, måttliga- till svåra-, samt extrema reaktioner. Analyst Group estimerar att ungefär 25 % av befolkningen lider av någon form av allergi, vilket är i mitten av intervallet enligt WAO:s uppskattningar. Utifrån denna utgångspunkt exkluderar Analyst Group de mest extrema fallen av allergiska reaktioner, vilket innebär att 20 % exkluderas enligt EAACI:s prognoser. Av den återstående patientgruppen estimerar Analyst Group att 20 % faller inom AcuCorts målgrupp. Sammantaget innebär dessa antaganden att ca 16 % av alla som lider av allergi potentiellt tillhör AcuCorts adresserbara målgrupp, vilket motsvarar ca 4 % av befolkningen. Dessa antaganden avseende prevalens appliceras på samtliga marknader i de finansiella prognoserna.

¹<https://www.forskasverige.se/wp-content/uploads/WAO-WhiteBook-2013.pdf>

²https://www.cdc.gov/nchs/pressroom/nchs_press_releases/2022/20220126.htm

³https://www.veroval.info/-/media/diagnostics/files/knowledge/eaaci_advocacy_manifesto.pdf

FLERTALET
OPTIONER I
VÄRDERINGEN

4 %
AV BEFOLKNINGEN
VÄNTAS INGÅ I
BOLAGETS MÅLGRUPP

Intäktsprognos – Norden

Baserat på befolkningmängden i Sverige, Norge, Danmark och Finland, samt en antagen prevalensnivå om 4 % av befolkningen, härleds antalet adresserbara patienter i den nordiska huvudmarknaden att uppgå till ca 1,1 miljoner potentiella patienter år 2024. Analyst Group estimerar att AcuCorts munfilm har potential att på sikt nå en marknadsandel om 8 % på den Nordiska marknaden, drivet av lyckad utrullning tillsammans med Bolagets distributionspartner, Unimedica Pharma. Bolagets distributörspartner är en väletablerad aktör med god kännedom om den nordiska samt nordeuropeiska läkemedelsmarknaden, vilket Analyst Group bedömer är essentiellt för att kunna nå en hög penetrationsgrad inom Bolagets nordiska huvudmarknader. Analyst Group estimerar en exponentiell tillväxt, där år 2024 förväntas präglas av mindre leveranser till följd av ett återhållsamt inköpsmönster från Unimedica Pharma, tills efterfrågan på produkten har bevisats. Därefter estimerar Analyst Group att Zeqmelit® befäster Bolagets position på marknaden, vilket återspeglas i en förväntad mognadsfas som sträcker sig mellan år 2027 och 2034, för att sedan avta i takt med att patentet löper ut.

Analyst Group estimerar att antalet munfilmer per patient uppgår till två per år, vilket vid första anblick kan tyckas vara lågt. Vi väljer att ta en konservativ ansats, och med tanke på att Zeqmelit® profileras som en nödmedicin, finns det fog för att tro att patienter endast tar med sig medicinen vid akuta behov och således inte förbrukar mer än två munfilmer per år. Värt att förtydliga är att Zeqmelit® tillhör segmentet preventiva läkemedel, till skillnad från traditionella behandlingar som initieras efter diagnos. Analyst Group bedömer att detta, allt annat lika, stärker försäljningspotentialen genom att adressera en bredare målgrupp och möjliggöra stabilare intäktsflöden. AcuCorts försäljningspris till distributör förväntas uppgå till EUR 5,7 per munfilm, vilket, med hänsyn till Apotekens estimerade marginalstruktur, motsvarar ett slutpris till patienten om EUR 9,8 per munfilm.



Intäktsprognos – EU

Analyst Groups estimat avseende den europeiska marknaden utgår från medlemsländerna i EU, då AcuCorts strategi är att erhålla marknadsgodkännande genom MRP, vilket endast är möjligt inom unionen. Med hänsyn till AcuCorts begränsade finansiella handlingsutrymme estimerar Analyst Group att Bolaget i första hand kommer att fokusera på den nordiska hemmamarknaden och gradvis expandera inom EU med hjälp av framtida distributionspartners. Med denna strategi förväntar sig Analyst Group att försäljningsstarten inom EU dröjer till år 2026, för att sedan stegvis öka och nå en mogen fas mellan åren 2029 och 2034. Med en förväntad prevalens om 4 % av befolkningen förutspås den adresserbara marknaden inom EU uppgå till cirka 17 miljoner patienter år 2026, där Analyst Group räknar med att Bolaget kan uppnå en marknadsandel motsvarande 4,5 %.

Diskrepansen i förväntad marknadsandel mellan EU och de nordiska länderna beror delvis på osäkerheten kring kapaciteten hos Bolagets framtida distributionspartners och delvis på en förväntad trögrörlighet inom läkarkåren, där nya typer av läkemedel kan möta motstånd vid införsäljningsprocessen och således nå en lägre marknadsacceptans än väntat. Den förväntade marknadspenetrationen tar även hänsyn till att en potentiell distributionspartner vanligtvis fokuserar på ett eller flera länder, särskilt de större EU-länderna som Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien på grund av deras stora befolkning och marknadspotential. Som ett resultat har Analyst Group tagit i beaktning att vissa av de mindre EU-länderna eventuellt inte inkluderas i en distributionspartners marknadsprioriteringar, vilket bidrar till den lägre förväntade marknadsandelen i relation till Norden. Likt den nordiska marknaden estimerar Analyst Group två munfilmer per patient på årsbasis, men däremot förväntas prisbilden vara något högre, motsvarande ett pris till distributör om EUR 6 per munfilm, motsvarande EUR 10,1 per munfilm för patient.



Intäktsprognos – USA

Ett potentiellt marknadsgodkännande och expansion på den amerikanska marknaden är av stor vikt, inte enbart på grund av att det är världens största läkemedelsmarknad¹, utan även för att det i framtiden kan underlätta etablering på den globala marknaden. Till skillnad från distributionsmodellen som används på den europeiska marknaden, beräknar Analyst Group en *go-to-market* strategi som innefattar partneravtal med licensinnehavare, där AcuCort förväntas generera intäkter och kassaflöden genom royalties kopplade till försäljningen av Zeqmelit®. Med en potentiell NDA-ansökan inskickad under år 2025, förväntas ett godkännande och efterföljande försäljningsstart under år 2026. Som tidigare nämnt uppskattar Analyst Group att den adresserbara marknaden uppgår till 4 % av befolkningen. Med stark konkurrens, osäkerhet rörande licensinnehavarens förmåga att nå ut med produkten samt frågetecken kring grad av marknadsacceptans och läkarnas vilja att förskriva Zeqmelit®, estimeras en marknadsandel om 3 %.

Med utgångspunkt från antagandet att varje patient använder två munfilmer per år, och med ett betydligt högre pris jämfört med den europeiska marknaden, tack vare USA:s försäkringssystem som resulterar i högre slutpriser för patienterna (EUR 12,7), kan licenstagarens omsättning härledas innan AcuCort tilldelas royalties. Eftersom modellen endast tar hänsyn till potentiella royalties och inte möjliga förskotts- eller milstolpsbetalningar, estimeras en royalty rate om 17,5 %, vilket avser att kompensera för de tidigare nämnda engångsbetalningarna.



Klausul med tidigare tillverkningspartner Lohmann Therapie Systeme AG (LTS)

AcuCort innehar, som tidigare nämnts, två väsentliga patent, varav det ena omfattar den specifika formuleringen i Zeqmelit®. Detta patent, som AcuCort ansökte om år 2017, delägs av Bolagets tidigare tillverkningspartner, Lohmann Therapie Systeme AG (LTS). En klausul i avtalet innebär att LTS kommer att erhålla en ensiffrig procentandel av AcuCorts intäkter på utvalda nyckelmarknader, inklusive USA och EU-5 (Tyskland, Frankrike, Italien, Spanien, Storbritannien). Analyst Group estimerar att LTS kommer att erhålla ca 2 % av intäkterna, vilket har integrerats i modellen för berörda marknader.

| Sammanställning av intäcksdrivare - Base scenario | | | | | | | | | |
|---|--------------|---------|------------|-----------|---------------|----------------------|----------------|--------------|----------------|
| Marknad | Affärsmodell | Startår | Mognadsfas | Prevalens | Filmer per år | Marknadsandel (peak) | Slutpris (EUR) | Royalty rate | Andel till LTS |
| Norden | Distribution | 2024 | 2027-2034 | 4.0% | 2 | 8.0% | 9.6 | N/A | N/A |
| EU | Distribution | 2026 | 2029-2034 | 4.0% | 2 | 4.5% | 10.1 | N/A | 2.0% |
| USA | Licens | 2026 | 2029-2034 | 4.0% | 2 | 3.0% | 12.5 | 17.5% | 2.0% |

Kostnadsprognos – Distributionsmodell

Distributionsmodellen innefattar att AcuCort själva ansvarar för produktionen av Zeqmelit®, medan distributionspartnern sedan tar över ansvaret för försäljning och marknadsföring av produkten. Modellen innebär även att AcuCort bär kostnaderna för vissa regulatoriska processer, såsom etablering av farmakovigilanssystem på nya marknader, vilket belastar Bolagets rörelsekostnader. Det ska dock tilläggas att AcuCort planerar att outsourca all produktion till Bolagets franska kontraktstillverkare, Adhex Pharma, som bedöms ha den kapacitet som krävs för att hantera produktionen av munfilmer för alla målmarknader.

Då distributionsavtalen kräver mer arbete från AcuCorts sida, estimerar Analyst Group att en större andel av intäkterna tillfaller Bolaget. Analyst Group prognostiserar att AcuCorts bruttomarginal kommer att ligga i spannet 60-70 %, där produktionsmaterialet förväntas ha låga kostnader och tillverkningsmetoden förväntas vara kostnadseffektiv, särskilt när produktionen når större volymer. Bruttomarginalen förväntas att öka i takt med volymen, för att långsiktigt etableras om ca 70 %.

¹<https://www.statista.com/statistics/245473/market-share-of-the-leading-10-global-pharmaceutical-markets/>

OUTSOURCING SKAPAR EN KAPITALLÄTT AFFÄRSMODELL

Då AcuCort outsourcar tillverkningen förväntas Bolaget inte belastas av CAPEX-investeringar i form av produktionsanläggning och behöver inte heller utöka personalstyrkan för att hantera ökade försäljningsvolym. Detta innebär att Bolaget kan bibehålla en lägre kostnadsstruktur, vilket därmed skapar gynnsamma förutsättningar för realisering av den underliggande skalbarheten vid högre volymer. Genom denna strategi minskar Bolaget investeringsrisken och bidrar till en förbättrad kassaflödesgenerering, då dess affärsmodell binder avsevärt mindre kapital än andra alternativ.

Kostnadsprognos – Licensmodell

Licensmodellen skiljer sig från distributionsmodellen genom att AcuCort licensierar ut användningen av Bolagets patent till en licenstagare mot en avgift. Licenstagaren får då rätten att tillverka, marknadsföra och sälja Zeqmelit®, och betalar en royalty rate i procentform baserad på försäljningsintäkterna från AcuCorts munfilm. Licensmodellen på den amerikanska marknaden estimeras generera en bruttomarginal om ca 100 %, då licenstagaren ansvarar för alla kostnader hänförliga till produktionen (COGS), modellen förväntas således bidra till att stärka Bolagets lönsamhet som helhet.

AcuCort förväntas ha vissa overheadkostnader, såsom regulatoriska kostnader, administrativa kostnader, konsultarvoden och lokalhyra. Analyst Group estimerar att Bolagets övriga externa kostnader och personalkostnader kommer att öka gradvis fram till år 2026, i takt med att AcuCort intensifierar insatserna för att uppnå partnerskap, både inom EU och särskilt i USA. Utfallet av dessa kostnadsökningar förväntas variera beroende på vilken typ av partner som blir aktuell, då det förväntas vara mer kostsamt att närma sig avtal med ett mer etablerat läkemedelsföretag på grund av högre due diligence-kostnader samt juridiska kostnader.

Sammantaget estimerar Analyst Group att AcuCort kommer att uppvisa lönsamhet på sista raden under år 2027, då kostnaderna för att etableras på de uttalade målmarkaderna förväntas överstiga de estimerade intäkterna fram tills dess. Analyst Group estimerar en marginalexpansion där Bolagets rörelsemarginal (EBIT) förväntas stiga från ca 22 % år 2027 till ca 50 % mellan åren 2029-2034.

Rörelsekapital och finansiell ställning

AcuCorts kapitallätta affärsmodell binder minimalt med kapital. Utan egen produktion eller tillverkningsanläggningar undviker AcuCort att binda kapital i lager, och även om fluktuationer i leverantörsskulder och kundfordringar kopplade till kontraktstillverkare och samarbetspartners förväntas uppstå om Bolaget når kommersiellt genomslag, estimerar Analyst Group att det utjämnas på längre sikt och att nettoeffekten därav är försumbar.

Den finansiella ställningen förväntas stärkas avsevärt i samband med den stundande företrädesemissionen (Q1-25), som vid full teckning kan tillföra Bolaget ca 48 MSEK före emissionskostnader. Därtill kan teckningsoptionerna (TO2), vid fullt utnyttjande, tillföra ytterligare ca 23,8 MSEK under Q2-25, vilket ytterligare skulle stärka Bolagets finansiella position.

Under Q3-24 har AcuCort uppvisat en genomsnittlig operativ kapitalförbrukning om ca -1,0 MSEK/månad, och med kvartalets investeringar i beaktning uppgår det negativa fria kassaflödet (FCFF) till ca -1,3 MSEK/mån. I jämförelse med föregående kvartal (Q2-24) har kapitalförbrukningen således minskat, då den operativa kapitalförbrukningen uppgick till -1,6 MSEK/månad, och -2,0 MSEK/månad med hänsyn till investeringarna.

Det stundande kapitaltillskottet från den annonserade företrädesemissionen förväntas dock möjliggöra accelererade tillväxtaktiviteter i syfte att uppnå ett kommersiellt genombrott, vilket estimeras leda till en ökad burn rate när emissionslikviden är säkrad. Även om emissionen förväntas stärka den finansiella ställningen väsentligt, och möjliggöra ökade tillväxtinitiativ för att exekvera på den ökande efterfrågan, kvarstår osäkerheten kring den framtida marknadsacceptansen av Zeqmelit® och dess kommersiella genomslagskraft. Således kan Analyst Group inte utesluta att ytterligare behov av externt kapital kan uppstå framgent, även om denna risk har minskat avsevärt.

¹<https://www.statista.com/statistics/245473/market-share-of-the-leading-10-global-pharmaceutical-markets/>

Värdering

En DCF-modell har tillämpats på den nordiska marknaden, medan en rNPV-modell har tillämpats på marknaderna inom EU och USA, där Bolagets framtida kassaflöden har justerats för risken i pågående regulatorisk utveckling. Baserat på resultaten från bioekvivalensstudier tillämpas olika sannolikhetsfördelningar för godkännande av läkemedel beroende på marknaden.

Inom EU uppskattas sannolikheten för marknadsgodkännande, även känd som *Likelihood of Approval* (LoA), vara ca 93 %. Detta tar hänsyn till att AcuCort måste ansöka om ömsesidigt erkännande i respektive EU-land, vilket medför en risk för invändningar från enskilda länder som kan hindra godkännandet. Analyst Group bedömer risken som låg baserat på historisk data samt tidigare marknadsgodkännande från Läkemedelsverket och andra nordiska länder. Detta motiverar en lägre riskbild och en estimerad LoA om ca 93 %.

I USA bedöms sannolikheten för marknadsgodkännande uppgå till 85 %, vilket är i linje med historisk data från BioMedTracker, som indikerar att sannolikheten för FDA-godkännande efter att ha lämnat in en NDA-ansökan är 85,3 %.¹ Den något högre risken i USA beror på att Bolaget ännu inte har erhållit marknadsgodkännande från FDA avseende Zeqmeli®. Detta till trots bedöms utsikterna som goda i USA, tack vare den nära dialogen med FDA om kompletterande uppgifter.

Vidare har en diskonteringsränta om 12,3 % antagits, vilken återspeglar 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 lyckosam försäljningen av Zeqmeli® är beroende av externa tredjeparter. Samarbetspartners måste besitta en bred kompetens samt vara villiga att satsa de resurser som krävs för att nå den potential Zeqmeli® besitter. Om Bolaget skulle hamna i ett ogynnsamt partnerskap skulle det kunna hämma försäljningen och således värderingen.

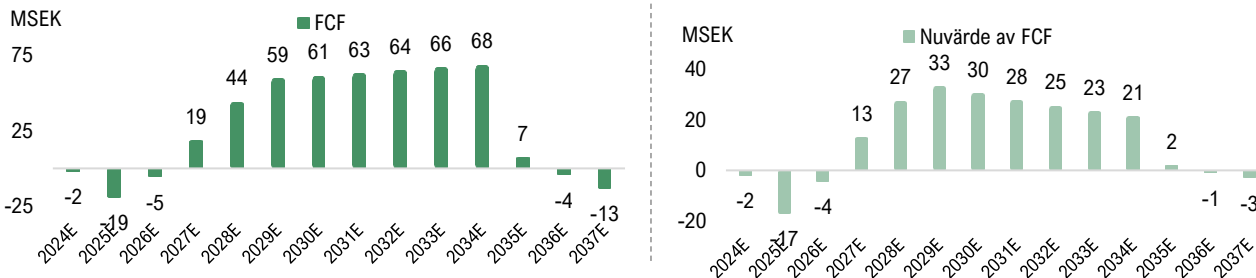
Företrädesemissionens tekniska effekt på värderingsintervallet

Analyst Group estimerar en teckningsgrad om 100 % i den kommande företrädesemissionen, vilket skulle resultera i ca 95,3 miljoner nyemitterade aktier, motsvarande totalt ca 214,5 miljoner utestående aktier efter emissionen. Med en applicerad sannolikhet för läkemedelsgodkännande om ca 93 % i EU och 85 % i USA, samt en applicerad diskonteringsränta om 12,3 %, uppgår summan av samtliga nuvärdesberäknade fria kassaflöden till ca 175 MSEK, vilket motsvarar det estimerade Enterprise Value (EV). Den estimerade nettokassan baseras på siffror från Q3-24, justerad för en beräknad kapitalförbrukning om -1,5 MSEK per månad samt den estimerade nettolikviden från företrädesemissionen, efter transaktionskostnader (42,9 MSEK). Detta resulterar i en estimerad nettokassa om ca 47,9 MSEK, och justerat för detta uppgår det riskjusterade nuvärdesberäknade marknadsvärdet till ca 223 MSEK. Med antagandet att emissionen tecknas fullt, och antalet utestående aktier därmed uppgår till ca 214,5 miljoner, motsvarar detta ett motiverat värde om 1,0 kr per aktie i ett Base scenario. Detta är således enbart en teknisk justering jämfört med det tidigare motiverade värdet om 1,4 kr per aktie, vilket är en följd av de tillkommande aktierna i samband med emissionen. Analyst Group vidhåller bedömningen att AcuCort är väl positionerade för att kapitalisera på den ökade efterfrågan och Zeqmeli® tydliga patientfördelar, och vi bedömer att post-money värderingen om ca 107 MSEK erbjuder en attraktiv *risk/reward*.

1,0 KR
BASE SCENARIO

Riskjusterat nuvärde om ca 223 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om cirka 1,0 kr.

Riskjust. FCF samt diskonterade riskjust. FCF, Base scenario 2024E-2037E



Källa: Analyst Groups prognoser

¹<https://www.bio.org/sites/default/files/legacy/bioorg/docs/Clinical%20Development%20Success%20Rates%202006-2015%20-%20BIO,%20Biomedtracker,%20Amplion%202016.pdf>

Baserat på Analyst Groups antaganden uppgår summan av samtliga nuvärdesberäknade fria kassaflöden från endast den nordiska marknaden till ca 22,2 MSEK, vilket justerat för nettokassan om 47,9 MSEK motsvarar ett marknadsvärde om ca 70 MSEK. Nuvärdet av resterande riskjusterade kassaflöden från EU och USA utgör således lejonparten av det potentiella nuvärdet om cirka 223 MSEK i ett Base scenario. Enligt Analyst Groups uppskattning prisar marknaden för närvarande inte in mer än en lyckad kommersialisering på den nordiska hemmamarknaden, allt annat lika. Analyst Group hävdar att den breda marknadspotentialen som Zeqmelit® besitter inte alls reflekteras i dagens aktiekurs, och att aktien på nuvarande nivåer erbjuder en gynnsam risk/reward för investerare.

Relativvärdering

Då AcuCort är unika med munfilmsteknologin inom allergimarknaden finns det få likvärdiga jämförelsebolag och det är därmed svårt att dra några större slutsatser från relativvärderingen, särskilt med tanke på att jämförbara bolag, likt AcuCort, saknar betydande omsättning i dagsläget. Likväl inkluderas en grupp utvalda jämförelsebolag för att ge ytterligare perspektiv på värderingen, där de jämförbara bolagen dels består av läkemedelsbolag som utvecklar munfilmsbaserade läkemedel, dels bolag som utvecklar läkemedel med nya typer av administrationsformer.

Ett jämförelsebolag är det svenska läkemedelsbolaget **Klaria**, som adresserar marknaden för smärtstillande läkemedel med hjälp av en utvecklad munfilm som placeras på insidan av kinden där den fäster vid slemhinnan och tas således upp direkt i blodet. Klaria har under Q3-24 erhållit marknadsgodkännande för bolagets huvudkandidat i Tyskland, Italien och Spanien, och avser att ansöka om marknadsgodkännande i övriga EU-länder genom Mutual Recognition Procedure (MRP). Vidare har Klaria även tre andra kandidater i pre-klinisk/fas I-stadiet. Analyst Group anser att AcuCorts munfilm är unik inom sitt indikationsområde jämfört med marknaden för smärtstillande läkemedel, där munfilmer är en beprövad applikationsteknik. Följaktligen anser Analyst Group att AcuCort bör värderas till en premie jämfört med Klaria.

Det genomsnittliga (median) marknadsvärdet av nedan bolag uppgår till ca 73 MSEK (134), vilket är lägre än AcuCorts nuvarande marknadsvärde om 149 MSEK, givet antagandet att den kommande företrädesemissionen tecknas fullt. AcuCort förväntas dock, givet full teckning i emissionen, ha en nettokassa om ca 48 MSEK, och har således en starkare finansiell ställning jämfört med peers, där genomsnittet (medianen) har en nettokassa om 15,2 MSEK (16,6). Vidare har AcuCort, till skillnad från majoriteten av jämförelsebolagen, erhållit marknadsgodkännande för Bolagets läkemedel, vilket således sänker den bolagsspecifika risken avsevärt och motiverar en värderingspremie.

Sammanfattningsvis är det tydligt att marknaden värdesätter starka samarbets- och partneravtal, marknadspotential och inte minst kommersiell framgång, vilket är en av förklaringarna till värderingsdiskrepansen mellan utvalda jämförelsebolag. Med hänsyn till ovan nämnda argument, AcuCorts relativt korta tid till marknaden och unika samt disruptiva värderbjudande på en marknad vars efterfrågan för smidiga och effektiva administrationssätt är slående, anses AcuCorts nuvarande värdering vara omotiverad låg.

| (MSEK) | | | | | | Nettoomsättning | EBITDA |
|---------------------|----------------|--------------------------|--------------|-------------|------------------|-----------------|--------------|
| Bolag | Land | Senaste fas | Market Cap | Nettokassa | Enterprise Value | 2023 | 2023 |
| Cessatech | Danmark | Fas III | 348,6 | 9,1 | 339,5 | 0,0 | -34,6 |
| Edesa Biotech | Kanada | Fas III | 86,2 | 24,0 | 62,2 | 0,0 | -85,2 |
| Avenue Therapeutics | USA | Fas III | 39,2 | 27,1 | 12,1 | 0,0 | -111,4 |
| Klaria Pharma | Sverige | Godkänt läkemedel | 60,1 | 0,5 | 59,5 | 0,0 | -14,7 |
| Högsta | | | 348,6 | 27,1 | 339,5 | 0,0 | -14,7 |
| 75e percentilen | | | 151,8 | 24,8 | 131,5 | 0,0 | -29,6 |
| Median | | | 73,1 | 16,6 | 60,8 | 0,0 | -59,9 |
| Genomsnitt | | | 133,5 | 15,2 | 118,3 | 0,0 | -61,5 |
| 25e percentilen | | | 54,9 | 7,0 | 47,7 | 0,0 | -91,8 |
| Lägsta | | | 39,2 | 0,5 | 12,1 | 0,0 | -111,4 |
| AcuCort | Sverige | Godkänt läkemedel | 149,3 | 47,9 | 101,4 | 0,0 | -13,2 |

Källor: Finansiella rapporter och Börsdata.

¹Teckningsgraden för företrädesemissionen som annonserades under Q3-24 beräknas uppgå till 100 %, vilket påverkar antalet utestående aktier och nettokassan. Den uppskattade nettokassan baseras på siffror från Q3-24, justerad för en beräknad kapitalförbrukning samt nettolikviden från företrädesemissionen.

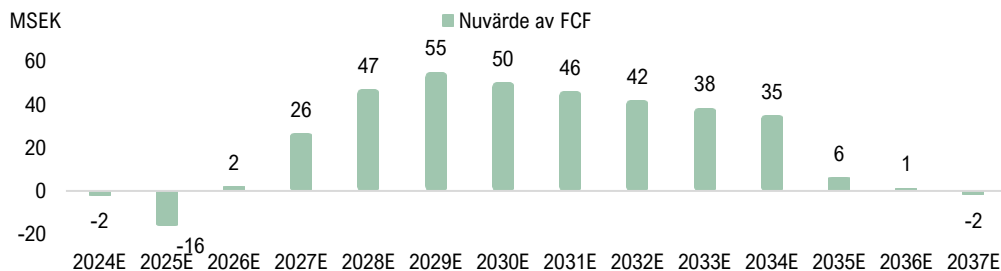
Bull scenario

I ett Bull scenario antas en högre marknadspenetration på samtliga målmarknader, till följd av att Bolaget framgångsrikt upprättar avtal med ett flertal attraktiva kommersialiseringspartners som en effekt av produktens initiala genombrottskraft på marknaden. AcuCort har gjort studier som visar på att 9 av 10 allmänläkare i Europa skulle förskriva Zeqmeli[®] till sina patienter om läkemedlet fanns på marknaden, vilket gör att en högre nivå av marknadspenetration kan anses vara möjlig. I detta scenario skapas en sorts snöbollseffekt, som driver ytterligare tillväxt. I ett Bull scenario estimeras även ett högre pris per munfilm till patienten, vilket således genererar högre intäkter för AcuCort. En högre LoA, både inom EU och den amerikanska marknaden, antas i ett Bull scenario, där sannolikheten att Bolaget når marknadsgodkännande förväntas vara något högre än i ett Base scenario. I USA antas även en högre royalty rate uppnås, med tanke på en högre prisnivå och en starkare förhandlingsposition, tack vare en lyckad initial kommersialisering. Sammantaget resulterar ovan nämnda antaganden, genom en DCF och rNPV-modell, i ett nuvärde om ca 377 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 1,8 kr.

1,8 KR
BULL SCENARIO

Riskjusterat nuvärde om ca 377 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 1,8 kr.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bull scenario 2024E-2037E



Källa: Analyst Groups prognoser

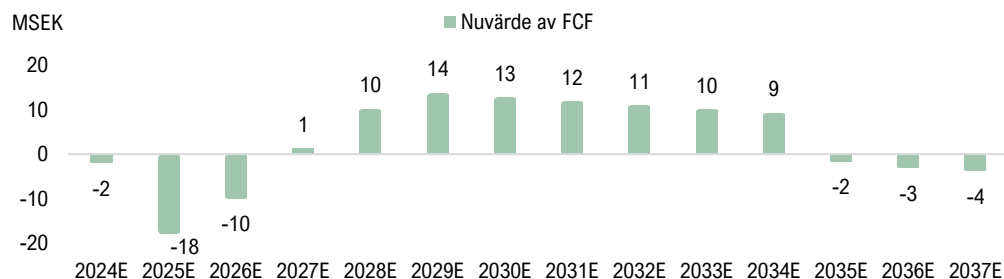
Bear scenario

I ett Bear scenario antas kommersialiseringen av Zeqmeli[®] gå trögare än väntat, vilket tar sig uttryck i lägre marknadsandelar inom Norden, EU och USA. Försöken med att hitta rätt samarbetspartners drar ut på tiden, och Bolaget får svårt att hitta partners som är villiga att spendera de resurserna som krävs för att Zeqmeli[®] ska kunna nå sin fulla försäljningspotential. Detta gör att marknadsdebuten i övriga länder, även fast den antas starta samtidigt som i övriga scenarion, får ett kyligare mottagande och tillväxten blir därav betydligt lägre än i övriga scenarion. Utöver detta förväntas slutpriset till patient vara lägre och en minskad sannolikhet för godkännande (LoA) förväntas på grund av motstånd från vissa EU-länder och en ökad risknivå för FDA-godkännande. Slutligen förväntas svårigheten att hitta rätt samarbetspartner på den amerikanska marknaden mynna ut i en lägre royaltyrate, vilket hämmar intäktströmmarna ytterligare. Genom dessa antaganden ges ett nuvärde genom en DCF och rNPV-värdering om ca 89 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 0,4 kr.

0,4 KR
BEAR SCENARIO

Riskjusterat nuvärde om ca 89 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 0,4 kr.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bear scenario 2024E-2037E



Källa: Analyst Groups prognoser



Hur upplever ni att den initiala responsen på Zeqmelit® har varit från läkare sedan lanseringen i september?

Vi har fått bra återkoppling från professorer, allergologer och andra läkare. Sedan lanseringen har det genomförts ett stort antal aktiviteter riktade mot just den målgruppen. Vid samtalen har det förts diskussioner om framtidens allergibehandlingar och självfallet även om vilken viktig roll Zeqmelit® har för att hjälpa patienter som har svåra och akuta allergiska reaktioner. Ju närmare allergisäsongen vi kommer, desto fler patienter söker sig till vården för att förnya sina recept, och då är Zeqmelit® väl positionerat.

Ni avser genomföra en företrädesemission av aktier samt teckningsoptioner, vilket maximalt kan tillföra ca 48 MSEK respektive ca 24 MSEK före emissionskostnader, givet full teckning. Kan du kortfattat beskriva bakgrunden till den annonserade emissionen?

Vi ska expandera till stora europeiska marknader och USA, vilket är anledningen till att vi genomför den annonserade företrädesemissionen. Vi har pågående försäljning som vi ser kommer att öka och som genererar intäkter. Samtidigt måste vi ha möjlighet att agera opportunistiskt när möjligheter materialiseras, vilket kräver kapital.

Vilka är de viktigaste nyckelfaktorerna för fortsatt framgång?

Nu kommer vi att expandera utanför hemmamarknaden med fokus på stora europeiska länder såsom Frankrike, Tyskland och Storbritannien samt USA. En mycket viktig nyckelfaktor som finns på plats, och som vi definitivt kommer att använda oss av framöver, är all den kunskap som vi har fått genom den framgångsrika lanseringen i Sverige, Norge och Finland. Med dessa processer på plats kan vi snabbt agera på andra marknader. I korthet kan man sammanfatta det som att språngbrädan till nya marknader är vår framgångsrika lansering i Norden.

Vilka specifika marknadsföringsinsatser planerar ni för att öka kännedomen kring Zeqmelit® framgent?

I samarbete med Unimedica Pharma, vår kommersiella partner för den nordiska marknaden, har vi utarbetat en väl fungerande process för att sätta Zeqmelit® på kartan. Den processen omfattar en rad aktiviteter där vi når ut till opinionsbildare såsom allergologer och andra läkare. Säljmöten, webinarier och rundabords-samtal är exempel på effektiva insatser som vi både har genomfört och som vi kommer att fortsätta att arbeta med.

Vi ser också fram emot att presentera resultaten från vår Fas IV-studie. Dessutom kommer den studien att publiceras i internationella vetenskapliga tidskrifter, vilket är en mycket viktig marknadsföringsåtgärd eftersom dessa tidskrifter läses av vår målgrupp.

Vilken specifik marknad inom EU och RoW bedömer du som mest aktuell för vidare expansion i närtid, och vilka faktorer ligger bakom denna prioritering?

I Europa är Tyskland, Frankrike och Storbritannien viktiga marknader. Till exempel står Tyskland för ca 20 % av den totala marknadspotentialen i Europa, och vi för i dagsläget dialoger med potentiella partners, både i Tyskland men även i flera andra länder.

Den 3 december 2024

Jonas Jönmark, Verkställande Direktör



Jonas är utbildad civilekonom från Ekonomihögskolan i Lund och har över 20 års internationell erfarenhet från läkemedelsindustrin och life science. Hans bakgrund omfattar ledande positioner på globala läkemedelsbolag som Pfizer, AstraZeneca och Astellas Pharma samt mindre snabbväxande life science-företag som LifeScience Support och Alteco Medical. Jonas har en bred erfarenhet av internationell affärsutveckling, globala produktlanseringar och att skapa kraftig försäljningstillväxt. Han tillträdde sin roll som VD i AcuCort under augusti 2020.

Aktieinnehav: 362 327 aktier.

Ebba Fåhraeus, Styrelseordförande



Utbildad civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. Fåhraeus är VD för SmiLe Incubator i Lund, ledamot i styrelserna i medicinska fakulteten vid Lunds universitet, Carasent ASA, Skandias fullmäktige och Coala Life AB. Hon har bred erfarenhet av affärsutveckling, tillväxtstrategier och marknadsföring i såväl noterade som icke noterade life science-bolag.

Aktieinnehav: 496 620 aktier.

Anna Eriksrud, Styrelseledamot



Internationell civilekonom från Uppsala Universitet. Anna 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: 80 877 aktier.

Alexandra Johnsson, Styrelseledamot



Master of Science (MSc.) i internationell ekonomi från Umeå universitet. Alexandra har över 20 års erfarenhet av marknads- och försäljningsfrågor i ledande positioner på främst läkemedels- och life science-bolag i såväl globala koncerner som mindre utvecklingsbolag. För närvarande är hon Marketing & Sales Manager på PainDrainer AB.

Aktieinnehav: 52 500 aktier.

Monica Wallter, Styrelseledamot



Monica Wallter har en lång erfarenhet och en gedigen bakgrund som präglas av ledande befattningar inom välkända läkemedels- och life science-bolag. Sedan 2000 har Monica varit vd för de börsnoterade bolagen Probi AB och Ellen AB. 2015 tillträdde hon som VD för noterade LIDDS AB och 2021 gick hon över till rollen som Senior Advisor i samma bolag. Hennes tidigare karriär inkluderar erfarenhet från 15 års internationella chefsbefattningar och globalt ledande positioner i Pharmacia-koncernen. För närvarande är Monica styrelseordförande i Top Rider AB samt i First Corner AB. Monica har internationellt diplom i marknadsföring & ekonomi från Lunds universitet.

Aktieinnehav: 24 996 aktier via bolag.

Göran Tornling, Styrelseledamot

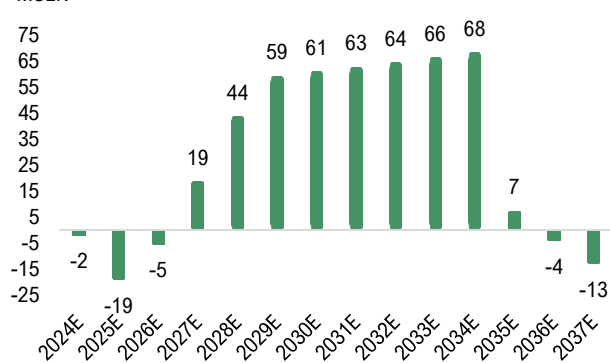


Göran är utbildad läkare samt PhD och docent i lungmedicin vid Karolinska Institutet. Han har drygt 20 års erfarenhet från alla faser av klinisk utveckling inom läkemedelsindustrin och har haft ledande positioner inom AstraZeneca, Orexo och ett flertal mindre life science-bolag. För närvarande är han medicinsk chef (Chief Medical Officer) på Gesynta Pharma AB och AnaMar AB samt Senior Advisor på Vicore Pharma AB.

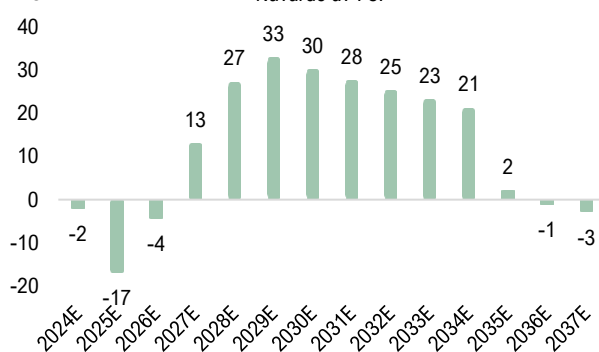
Aktieinnehav: 104 160 aktier.

| Base scenario Resultaträkning (MSEK) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E | 2036E | 2037E |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|------------|
| Nettoomsättning | 1 | 6 | 32 | 69 | 106 | 132 | 135 | 138 | 141 | 144 | 147 | 50 | 31 | 16 |
| Övriga rörelseintäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Totala intäkter | 1 | 6 | 32 | 69 | 106 | 132 | 135 | 138 | 141 | 144 | 147 | 50 | 31 | 16 |
| COGS | 0 | -2 | -10 | -21 | -27 | -34 | -35 | -35 | -36 | -37 | -38 | -13 | -8 | -4 |
| Bruttoresultat | 1 | 4 | 21 | 49 | 78 | 98 | 100 | 102 | 104 | 107 | 109 | 37 | 23 | 12 |
| Bruttomarginal | 74,5% | 65,0% | 67,4% | 70,4% | 74,1% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,4% |
| Övriga externa kostnader | -14 | -19 | -22 | -20 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 |
| Personalkostnader | -5 | -9 | -11 | -11 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 |
| EBITDA | -19 | -24 | -12 | 19 | 50 | 70 | 72 | 74 | 76 | 79 | 81 | 9 | -5 | -16 |
| EBITDA-marginal | -2821,8% | -411,1% | -36,0% | 27,0% | 47,6% | 53,0% | 53,5% | 53,9% | 54,4% | 54,8% | 55,2% | 18,3% | -17,0% | -104,4% |
| Av-/nedskrivningar | 0 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | -19 | -28 | -15 | 15 | 47 | 66 | 68 | 70 | 73 | 75 | 77 | 9 | -5 | -16 |
| EBIT-marginal | -2821,8% | -473,5% | -47,6% | 21,7% | 44,2% | 50,2% | 50,7% | 51,3% | 51,8% | 52,3% | 52,7% | 18,3% | -17,0% | -104,4% |
| Finansiella poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | -19 | -28 | -15 | 15 | 47 | 66 | 68 | 70 | 73 | 75 | 77 | 9 | -5 | -16 |
| Skatt | 0 | 0 | 0 | -3 | -10 | -14 | -14 | -15 | -15 | -15 | -16 | -2 | 0 | 0 |
| Nettoresultat | -19 | -28 | -15 | 12 | 37 | 53 | 54 | 56 | 58 | 60 | 61 | 7 | -5 | -16 |
| Vinstmarginal | -2831,7% | -473,5% | -47,6% | 17,3% | 35,1% | 39,9% | 40,3% | 40,7% | 41,1% | 41,5% | 41,9% | 14,6% | -17,0% | -104,4% |

MSEK



MSEK



| Bull scenario Resultaträkning (MSEK) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E | 2036E | 2037E |
|---|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|------------|
| Nettoomsättning | 1 | 8 | 46 | 103 | 158 | 198 | 202 | 207 | 211 | 216 | 220 | 75 | 46 | 24 |
| Övriga rörelseintäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Totala intäkter | 1 | 8 | 46 | 103 | 158 | 198 | 202 | 207 | 211 | 216 | 220 | 75 | 46 | 24 |
| COGS | 0 | -3 | -15 | -30 | -40 | -50 | -51 | -52 | -53 | -54 | -55 | -19 | -12 | -6 |
| Bruttoresultat | 1 | 5 | 32 | 73 | 118 | 148 | 151 | 155 | 158 | 162 | 165 | 56 | 35 | 18 |
| Bruttomarginal | 74,5% | 65,0% | 67,8% | 71,0% | 74,8% | 74,9% | 74,9% | 74,9% | 74,9% | 74,9% | 75,0% | 75,0% | 75,0% | 75,0% |
| Övriga externa kostnader | -14 | -19 | -22 | -20 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 |
| Personalkostnader | -5 | -9 | -11 | -11 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 |
| EBITDA | -19 | -23 | -1 | 43 | 90 | 120 | 123 | 127 | 130 | 134 | 137 | 28 | 7 | -10 |
| EBITDA-marginal | -2821,8% | -301,8% | -3,2% | 41,8% | 57,1% | 60,7% | 61,0% | 61,4% | 61,7% | 62,0% | 62,3% | 37,7% | 14,2% | -44,0% |
| Av-/nedskrivningar | 0 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | -19 | -27 | -5 | 39 | 87 | 116 | 120 | 123 | 126 | 130 | 134 | 28 | 7 | -10 |
| EBIT-marginal | -2821,8% | -349,9% | -11,1% | 38,2% | 54,7% | 58,9% | 59,2% | 59,6% | 59,9% | 60,3% | 60,6% | 37,7% | 14,2% | -44,0% |
| Finansiella poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | -19 | -27 | -5 | 39 | 87 | 116 | 120 | 123 | 126 | 130 | 134 | 28 | 7 | -10 |
| Skatt | 0 | 0 | 0 | -8 | -18 | -24 | -25 | -25 | -26 | -27 | -28 | -6 | -1 | 0 |
| Nettoresultat | -19 | -27 | -5 | 31 | 69 | 92 | 95 | 98 | 100 | 103 | 106 | 22 | 5 | -10 |
| Vinstmarginal | -2831,7% | -349,9% | -11,1% | 30,3% | 43,5% | 46,7% | 47,0% | 47,3% | 47,6% | 47,8% | 48,1% | 29,9% | 11,3% | -44,0% |

| Bear scenario Resultaträkning (MSEK) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E | 2036E | 2037E |
|---|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Nettoomsättning | 1 | 4 | 18 | 39 | 59 | 73 | 75 | 77 | 78 | 80 | 82 | 28 | 17 | 9 |
| Övriga rörelseintäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Totala intäkter | 1 | 4 | 18 | 39 | 59 | 73 | 75 | 77 | 78 | 80 | 82 | 28 | 17 | 9 |
| COGS | 0 | -1 | -6 | -12 | -15 | -19 | -19 | -20 | -20 | -21 | -21 | -7 | -4 | -2 |
| Bruttoresultat | 1 | 2 | 12 | 28 | 44 | 55 | 56 | 57 | 58 | 59 | 61 | 21 | 13 | 6 |
| Bruttomarginal | 74,5% | 65,0% | 67,6% | 70,4% | 74,1% | 74,2% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,3% | 74,4% |
| Övriga externa kostnader | -14 | -19 | -22 | -20 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 |
| Personalkostnader | -5 | -9 | -11 | -11 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 |
| EBITDA | -19 | -26 | -21 | -2 | 16 | 27 | 28 | 29 | 30 | 31 | 33 | -7 | -15 | -22 |
| EBITDA-marginal | -2821,8% | -668,5% | -111,3% | -6,2% | 26,7% | 36,1% | 36,9% | 37,7% | 38,5% | 39,3% | 40,1% | -26,1% | -89,5% | -246,3% |
| Av-/nedskrivningar | 0 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | -19 | -29 | -24 | -6 | 12 | 23 | 24 | 25 | 27 | 28 | 29 | -7 | -15 | -22 |
| EBIT-marginal | -2821,8% | -764,7% | -131,2% | -15,6% | 20,5% | 31,1% | 32,0% | 33,0% | 33,9% | 34,7% | 35,6% | -26,1% | -89,5% | -246,3% |
| Finansiella poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | -19 | -29 | -24 | -6 | 12 | 23 | 24 | 25 | 27 | 28 | 29 | -7 | -15 | -22 |
| Skatt | 0 | 0 | 0 | 0 | -2 | -5 | -5 | -5 | -5 | -6 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat | -19 | -29 | -24 | -6 | 10 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | -7 | -15 | -22 |
| Vinstmarginal | -2831,7% | -764,7% | -131,2% | -15,6% | 16,3% | 24,7% | 25,4% | 26,2% | 26,9% | 27,6% | 28,3% | -26,1% | -89,5% | -246,3% |

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.