

Betydande avtal med Glenmark – Tyskland som central marknad

AcuCort AB ("AcuCort" eller "Bolaget") är ett läkemedelsbolag som utvecklat Zeqmeliit®, en innovativ munfilm baserad på kortisonsubstansen dexametason för snabb och effektiv behandling av bl.a. akuta allergiska reaktioner. Genom avtalet med Glenmark Pharmaceuticals Limited ("Glenmark") tar Bolaget steget från den nordiska hemmamarknaden till en bredare europeisk expansionsfas. Avtalet omfattar sex marknader och ger AcuCort exponering mot en samlad befolkning om ca 200 miljoner invånare, med den betydelsefulla tyska marknaden som strategisk referenspunkt. Parallellt fortskrider LOI-processen med Lunatus, samtidigt som ytterligare långt gångna partnerdialoger pågår. Framgent utgör ytterligare kommersiella avtal, europeiska marknadsansökningar, återkommande nordiska ordrar samt en NDA-ansökan centrala värddrivare att bevaka. Med en kassa om 27 MSEK är Bolaget finansiellt rustat att driva dessa processer, vilket positionerar AcuCort inför ett händelserikt år 2026. Genom en DCF- och rNPV-värdering, med en applicerad WACC om 12,1 %, härleds ett riskjusterat nuvärde (börsvärde) om ca 261 MSEK (212) i ett Base scenario, motsvarande 1,11 kr (0,90) per aktie.

▪ Strategiskt avtal med Glenmark Pharmaceuticals

Avtalet med Glenmark innebär att AcuCorts marknadsexponering ökar från ca 28 till omkring 200 miljoner invånare, motsvarande ca 7x den nordiska hemmamarknaden, vilket innebär en tydlig uppskalning av den kommersiella räckvidden. Tyskland är den största marknaden och har en central roll som referens för prissättning och ersättningsstrukturer i Europa, där en framgångsrik etablering kan underlätta vidare expansion. Att en global läkemedelsaktör väljer att satsa på Zeqmeliit® utgör en extern validering av den kommersiella potentialen och bedöms öka sannolikheten att övriga partnerdialoger konverteras till bindande avtal. Glenmark ansvarar för den regulatoriska processen med planerad ansökningsinlämning under Q4-26. Baserat på normala handläggningstider estimerar vi en initial intäktstart under H2-27, följt av gradvis volymupptrappning, vilket förväntas markera en inflektionspunkt i Bolagets tillväxtresa.

▪ Nordiska upprampningen fortlöper

Under Q4-25 mottog AcuCort den hittills största ordern avseende Zeqmeliit® från Unimedica Pharma, om ca 1,2 MSEK. Ordern förväntas redovisas under Q2-26 och indikerar en fortsatt stegvis uppbyggnad av den nordiska försäljningen. De successivt ökande ordervärdena tyder på att Zeqmeliit® gradvis integreras i förskrivningsmönstret, vilket är centralt i den tidiga kommersiella fasen för receptbelagda läkemedel.

▪ Uppreviderade antaganden och höjt motiverat värde

Glenmark-avtalet reducerar den regulatoriska och kommersiella risken i Europa genom att en etablerad global aktör ansvarar för marknadsansökningar och kommersiell exekvering. Det stärker samtidigt den externa valideringen av Zeqmeliit® och förbättrar förutsättningarna för ytterligare partnerskap. Vi justerar därför upp våra antaganden avseende långsiktig marknadsandel i Europa samt sannolikhet för marknadsgodkännande, vilket medför ett höjt motiverat värde om 1,11 kr (0,90) per aktie i ett Base scenario.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,49 kr

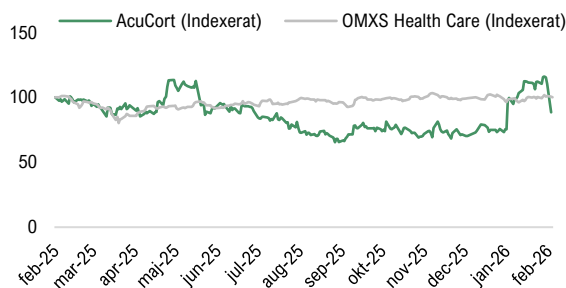
Base
1,11 kr

Bull
2,04 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2026-02-24)	0,73
Antal Aktier (st.)	234 444 532
Market Cap (MSEK)	170,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-27,0
Enterprise Value (MSEK)	143,2
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 1 2026	2026-05-08

KURSVUTVECKLING



HUVUDÄGARE (BOLAGET, 2025-12-31)

INSYNSPERSON

Avanza Pension	31,0 %
Jan Sören Poulsen	7,6 %
Personuppgift skyddad	5,9 %
Olle Florén med bolag	2,6 %
Aqilion AB	2,4 %

Prognos (MSEK)	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
Nettoomsättning	0,7	5,3	24,9	66,8	116,3
Totala intäkter	0,7	5,3	24,9	66,8	116,3
Bruttoresultat	6,7	3,7	18,1	50,6	86,1
Bruttomarginal	100%	70%	73%	76%	74%
Rörelsekostnader	-25,0	-28,5	-27,0	-24,0	-24,0
EBITDA	-18,3	-24,8	-8,9	26,6	62,1
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	40%	53%
P/S	247,8	32,2	6,8	2,5	1,5
EV/S	208,4	27,1	5,8	2,1	1,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	5,4	2,3

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q4-rapport	4-5
Bolagsbeskrivning	6-8
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 Zeqmelit®, ett läkemedel i kommersialiseringsfas. Zeqmelit® är en munfilm baserad på kortisonsubstansen dexametason, för snabb tillgänglighet och lindring vid bl.a. svåra och akuta allergiska reaktioner. Läkemedlet är godkänt i Sverige, Danmark, Norge och Finland, där kommersiell lansering genomfördes under åren 2024–2025. Under Q1-26 ingick Bolaget ett distributionsavtal avseende sex europeiska marknader, inklusive Tyskland, och avser på sikt att expandera till USA samt utvalda nyckelmarknader genom licens- och distributionspartners. AcuCort grundades år 2006 och är noterat på Spotlight Stock Market sedan år 2017.

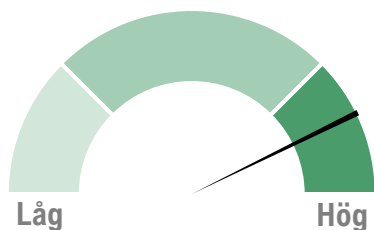
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande direktör	Jonas Jönmark
Styrelseordförande	Ebba Fåhraeus

ANALYTIKER

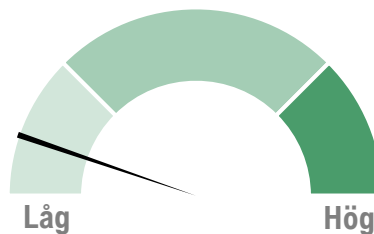
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 760 44 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



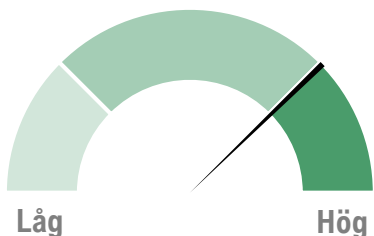
I närtid ser vi ett potentiellt avtal med Lunatus och konvertering av pågående partnerdialoger i bl.a. Frankrike, Storbritannien och Polen som centrala värde drivare. Därutöver utgör fortsatt uppskalning på den nordiska hemmamarknaden, regulatoriska framsteg i USA med ett potentiellt FDA-godkännande och efterföljande expansion, samt ytterligare avtal i RoW, viktiga triggers att bevaka.

Lönsamhet



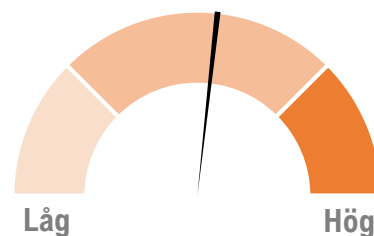
AcuCort har historiskt uppvisat svag lönsamhet, främst till följd av utvecklingsarbetet av Zeqmelit®. Läkemedlet är nu marknadsgodkänt i fyra nordiska länder och har sedan lanseringen genererat ordrar om ca 2,8 MSEK. Resultatet belastas dock fortsatt av kostnader relaterade till den kommersiella uppskalningen. Betyget baseras på historisk lönsamhet och återspeglar inte framtida prognoser.

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. VD, Jonas Jönmark, äger ca 1,9 % av aktierna, och det samlade insynsägandet uppgår till ca 10,4 %, vilket ingjuter förtroende för att fortsatt skapa aktieägarvärde framgent.

Risk



I takt med att Zeqmelit® har erhållit regulatoriska godkännanden i fyra nordiska länder, genererat återkommande ordrar och säkrat ett europeiskt distributionsavtal med Glenmark har riskprofilen successivt minskat. Med en kassa om ca 27 MSEK (Q4-25) har Bolaget dessutom finansiell uthållighet att driva den fortsatta expansionen utan omedelbart kapitalbehov. Dock kvarstår osäkerhet kring den framtida marknadsacceptansen av Zeqmelit® och därmed den efterföljande försäljningsutvecklingen.

Differentierad position i en strukturellt växande marknad

Behandling av akuta allergiska reaktioner sker idag i stor utsträckning med kortison i tablettform, vilket förutsätter tillgång till vatten och sväljning i en situation som ofta präglas av stress och obehag. Zeqmelit® är en munfilm baserad på dexametason som löses upp direkt på tungan inom 10–15 sekunder, där en enskild film motsvarar en full dos. Administreringsformen reducerar därmed praktiska hinder i akuta situationer, samtidigt som den aktiva substansen dexametason är välkänd och etablerad inom klinisk praxis. Marknaden för allergibehandling förväntas växa med en årlig tillväxttakt om ca 7,6 % under perioden 2026–2031, för att uppgå till ca 35 mdUSD år 2031.¹ Bolagets marknadsundersökningar indikerar att 9 av 10 läkare i Europa skulle överväga att förskriva Zeqmelit®, samtidigt som 72 % av patienterna föredrar munfilm framför tablettbehandling. Vidare uppgår den genomsnittliga betalningsviljan för en munfilm till ca 574 kr mer per allergisk reaktion än traditionell tablettbehandling, vilket överstiger Bolagets nuvarande prisnivå om ca 300 kr per förpackning. Sammantaget stödjer de tydliga patientfördelarna och den strukturella tillväxten antagandet om en successiv ökad marknadsadoption i takt med att den kommersiella uppskalningen fortskrider.

Lagt grunden för en successiv kommersiell expansion

Sedan den nordiska lanseringen med distributionspartnern Unimedica Pharma år 2024 har AcuCort erhållit fyra ordrar avseende Zeqmelit®, motsvarande ett sammanlagt värde om ca 2,8 MSEK. Orderstorleken har ökat över tid, vilket indikerar en successiv integrering i förskrivningsmönstret hos astma- och allergiläkare, förenligt med den gradvisa upptrappning som typiskt präglar introduktionen av receptbelagda läkemedel. Det under Q1-26 ingångna distributionsavtalet med Glenmark innebär en strukturell breddning av den kommersiella räckvidden. Genom det ingångna distributionsavtalet ökar AcuCorts marknadsexponering från en nordisk bas om ca 28 miljoner invånare till en samlad europeisk marknadsbas om ca 200 miljoner, där Tyskland utgör den strategiskt viktigaste marknaden. Expansionen är villkorad regulatoriska godkännanden, med planerade marknadsansökningar under Q4-26 och en estimerad efterföljande intäktstart under H2-27. Därmed breddas Bolagets geografiska fokus från regional etablering till en potentiell paneuropeisk närvaro, samtidigt som den regulatoriska exekveringen i respektive marknad bärs av en etablerad global aktör.

Amerikansk expansion och ytterligare partnerskap utgör centrala värde drivare

Den amerikanska marknaden utgör en betydande långsiktig värde drivare, där en NDA-ansökan till FDA representerar nästa regulatoriska milstolpe för kommersialisering i USA. Bolaget inväntar återkoppling på den inskickade Initial Pediatric Study Plan (iPSP). Förutsatt att inga ytterligare regulatoriska krav tillkommer bedömer vi att en NDA-ansökan kan lämnas in under år 2026. Ansökan är avgiftsbefriad genom beviljad Small Business Waiver (SBW). Givet sedvanliga handläggningstider estimeras ett potentiellt godkännande och försäljningsstart under år 2027, vilket skulle ge AcuCort tillgång till världens största läkemedelsmarknad och väsentligt bredda Bolagets tillväxtpotentialer. Med ett LOI på plats med Lunatus för Mellanöstern och Gulfregionen driver AcuCort samtidigt långt gångna partnerdialoger i prioriterade europeiska marknader såsom Storbritannien, Frankrike och Polen, samt i utvalda RoW-regioner, inklusive Australien, Kina och Indien. De ingångna avtalen med Unimedica och Glenmark bedöms utgöra viktiga referenser i dessa processer och stärka förutsättningarna för konvertering till bindande avtal, varför ytterligare partneravtal representerar centrala triggare att bevaka under kommande år.

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 12,1 % härleds ett riskjusterat nuvärde om ca 261 MSEK i ett Base scenario, motsvarande 1,11 kr per aktie.

Exekverings- och finansieringsrisk i kommersialiseringssfasen

Kommersialiseringen av Zeqmelit® sker genom distributions- och licensavtal, vilket innebär att den kommersiella utvecklingen är beroende av partners genomförandeförmåga. Den kvarvarande risken är främst kopplad till regulatorisk progression och takten i marknadsadoptionen, där införsäljning mot läkarkåren kan ta längre tid än estimerat och därmed påverka försäljningen. Risken har delvis reducerats genom den nordiska lanseringen och det europeiska distributionsavtalet med Glenmark, vilka indikerar kommersiell bärighet och extern validering. Samtidigt kan ytterligare kapitalbehov inte uteslutas. Finansieringsrisken har dock reducerats genom emissionen år 2025 samt Glenmark-avtalet, vilket enligt vår bedömning stärker Bolagets förutsättningar att vid behov anskaffa externt kapital till attraktiva villkor.

35 mdUSD
marknaden för
allergibehandling
2031E

Strategiska
distributionsavtal
lägger grunden
för tillväxt

 UNIMEDICA
PHARMA

 GLENMARK

Potentiellt
FDA-godkännande
år 2027

1,11 kr
per aktie
Base scenario

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

Strategiskt avtal med Tyskland som referensmarknad

Avtal med Glenmark Pharmaceuticals avseende sex europeiska länder

Efter kvartalets utgång tecknade AcuCort ett bindande avtal, initialt på fem år, med det globala läkemedelsbolaget Glenmark Pharmaceuticals Limited avseende marknadsföring och distribution av Zeqmelit® i sex europeiska länder: Tyskland, Nederländerna, Tjeckien, Österrike, Slovakien och Ukraina. Avtalet markerar ett strukturellt skifte i AcuCorts kommersialiseringsresa och innebär en väsentlig breddning av den adresserbara marknaden, där den sammanlagda befolkningen om ca 200 miljoner invånare motsvarar omkring sju gånger den nordiska hemmamarknaden. Tyskland utgör den största volymmarknaden i samarbetet och är samtidigt en strategiskt viktig referensmarknad för prissättning och ersättningsystem i Europa.

Att ett av världens 100 största bioläkemedelsbolag, mätt i läkemedelsförsäljning under år 2024, ingår avtal med AcuCort ser vi som en tydlig kvalitetsstämpel för Zeqmelits® kommersiella potential. Glenmark kommer dessutom att agera Market Authorisation Holder (MAH), vilket innebär att partnern bär det regulatoriska ansvaret i respektive marknad, vilket därmed reducerar AcuCorts operativa och regulatoriska riskexponering i expansionsfasen.

Q4-26 Planerade marknads- ansökningar

Ansökningar om marknadsgodkännande planeras till Q4-26, med Tyskland som första marknad, där vi estimerar ett potentiellt godkännande samt försäljningsstart under H2-27, givet sedvanliga regulatoriska ledtider. Tillsammans med en etablerad kontraktstillverkare (Adhex Pharma) bedömer vi att AcuCort står väl positionerat för att hantera successivt ökande volymer i takt med att lanseringarna realiserar.

Potentiella spridningseffekter från Glenmark-avtalet

Utöver avtalet med Glenmark har AcuCort tecknat en avsiktsförklaring (LOI) med Lunatus för Mellanöstern och Gulfregionen, samtidigt som dialoger förs med ytterligare aktörer på prioriterade marknader, däribland Storbritannien, Frankrike och Polen. Vi bedömer att det bindande avtalet med Glenmark har potential att skapa positiva spridningseffekter i dessa processer, då ett konkret europeiskt avtal med en global aktör dels utgör en extern validering av Zeqmelits® kommersiella potential, dels ett starkt förhandlingsläge i pågående partnerdiskussioner. Således anser vi att Glenmark-avtalet ökar sannolikheten för att LOI:t med Lunatus konverteras till ett bindande avtal samt att ytterligare partnerskap kan materialiseras framgent, vilket utgör triggers att bevaka under år 2026.

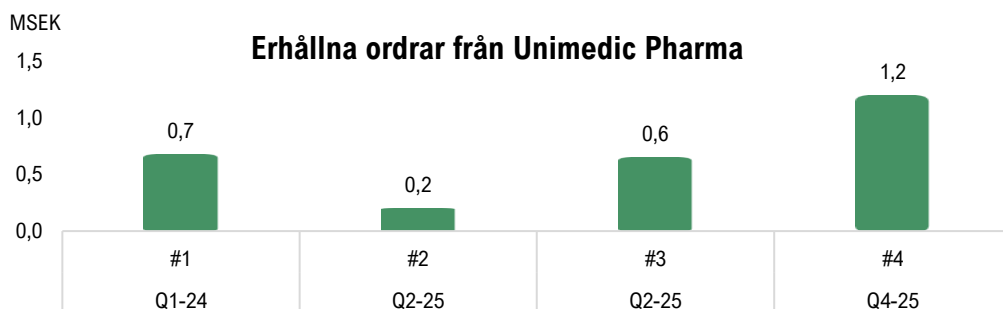
Erhållet den hittills största ordern på Zeqmelit®

Under Q4-25 har AcuCort mottagit en ny order på Zeqmelit® från den nordiska distributionspartnern Unimedica Pharma, uppgående till 112 tEUR, motsvarande ca 1,2 MSEK. Ordern avser den nordiska marknaden och förväntas bidra positivt till resultatet under Q2-26.

Nordiska lanseringen fortlöper i rätt riktning

Försäljningsupprampningen i Norden har tagit något längre tid än våra initiala estimat, men de successivt ökande ordervärdena indikerar att kommersialiseringen utvecklas i rätt riktning. Givet den strukturella tröghet som typiskt präglar lanseringar av receptbelagda läkemedel, där adoption drivs av förändrade forskrivningsmönster och återkommande patientflöden, är en stegvis volymökning mer regel än undantag i den tidiga lanseringsfasen.

Mot denna bakgrund bedömer vi att den europeiska marknadsintroduktionen, förutsatt regulatoriskt godkännande, har god potential att skala upp i snabbare takt än den nordiska. Detta till följd av större underliggande marknader samt att Zeqmelit® redan har etablerat ett kommersiellt track-record på den nordiska hemmamarknaden, vilket har potential att bidra till en accelererad adaptationsfas i övriga Europa.



Robust kostnadskontroll i expansiv fas

Ingen nettoomsättning har rapporterats under det fjärde kvartalet. Vi förväntar oss däremot att den nya ordern om ca 1,2 MSEK, som erhöles under Q4-25, kommer att redovisas som omsättning under Q2-26.

Bolagets totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) uppgick till ca 6,7 MSEK (7,4), motsvarande en minskning om 9,5 % Y-Y. Detta är hänförlig till minskade personalkostnader, som halverats Y-Y, medan övriga externa kostnader var i linje med samma period föregående år. Framgent förväntar vi oss dock ökade personalkostnader, då Bolagets nya Business Development Director, Anna Chérouvrier Hansson, tillträdde sin nya tjänst i början av december 2025. Sammantaget anser vi att AcuCort uppvisar en solid kostnadskontroll, särskilt i ljuset av den kommersiella fas Bolaget befinner sig i, som präglas av intensifierade partnerdiskussioner internationellt, samt regulatoriska och kommersiella processer. Vi förväntar oss att kostnadsbasen successivt kommer att expandera i takt med att dessa aktiviteter fortsätter att skalas upp.

Under kvartalet aktiverades utvecklingsutgifter om ca 1,6 MSEK (3,5), främst kopplat till regulatoriskt arbete på den amerikanska marknaden, samt stabilitetsstudier och vidareutveckling av produktionsprocessen. Avskrivningarna av tidigare aktiverade immateriella tillgångar uppgick till ca 1,9 MSEK (3,7).

Stark nettokassa skapar finansiellt spelrum i partnerdiskussioner

Vid utgången av Q4-25 uppgick kassan till ca 27 MSEK. Den genomsnittliga operativa kapitalförbrukningen uppgick under Q4-25 till ca -1,8 MSEK per månad, vilket innebär en ökning både Y-Y och Q-Q jämfört med -0,4 MSEK/mån respektive -0,8 MSEK/mån. Inklusive investeringar uppgick det negativa fria kassaflödet (FCFF) till ca -2,4 MSEK/mån (-1,6). Den ökade kapitalförbrukningen kan primärt tillskrivas en negativ förändring av rörelsekapitalet under Q4-25, vilket inte var fallet under Q4-24 eller Q3-25.

Med hänsyn till kassan vid utgången av december 2025, och ett estimerat månatligt negativt kassaflöde i linje med Q4-25, skulle Bolaget vara finansierat till slutet av Q4-26, allt annat lika.

Sammanfattningsvis bedömer Analyst Group att AcuCort har gått in i en ny fas i den kommersiella utvecklingen genom avtalet med Glenmark. Expansionen från den nordiska hemmamarknaden om ca 28 miljoner invånare till sex europeiska länder med en samlad befolkning om ca 200 miljoner invånare innebär en strukturell breddning av Bolagets kommersiella räckvidd, där Tyskland utgör en central referensmarknad. Den gradvis ökande orderingången i Norden indikerar att adoptionen utvecklas i rätt riktning, i linje med den dynamik som präglar receptbelagda läkemedel. I kombination med en solid kassa om 27 MSEK, som skapar finansiellt handlingsutrymme, bedömer vi att Bolaget står väl positionerat inför år 2026, med flera potentiellt värdeskapande milstolpar såsom ytterligare partneravtal, återkommande ordrar och en möjlig NDA-ansökan.

-9,5 % Y-Y
Rörelsekostnader

27 MSEK
Kassa utgången
av Q4-25

Zeqmelit® är lanserat i fyra nordiska länder



Distributionspartners



Från nordisk etablering till paneuropeisk expansion

AcuCort är noterat på Spotlight Stock Market sedan år 2017 och driver kommersialiseringen av läkemedlet Zeqmelit®. Produkten är baserad på den välbeprövade substansen dexametason i en patenterad, användarvänlig munfilm som möjliggör snabb och smidig administrering vid akuta allergiska reaktioner.

AcuCort har erhållit marknadsgodkännande i Sverige, Danmark, Norge och Finland, där Zeqmelit® lanserades i Sverige, Norge och Finland under hösten år 2024 och följdes av en lansering i Danmark sommaren år 2025. Kommerialiseringen på den nordiska hemmamarknaden sker i samarbete med distributionspartnern Unimedic Pharma, som ansvarar för försäljning och marknadsföring i regionen. Sedan lanseringen har Bolaget erhållit totalt fyra ordrar till ett sammanlagt värde om ca 2,8 MSEK, där det successivt stigande ordervärdet indikerar ett positivt mottagande från såväl astma- och allergiläkare som patienter, i linje med den strukturellt mer återhållsamma etableringstakt som kännetecknar receptbelagda läkemedel.

Med den nordiska marknaden som geografisk språngbräda tog AcuCort nästa kommersiella kliv när Bolaget under inledningen av år 2026 ingick ett avtal med det globala läkemedelsbolaget Glenmark Pharmaceuticals Limited avseende marknadsföring och distribution av Zeqmelit® i sex europeiska länder: Tyskland, Nederländerna, Tjeckien, Österrike, Slovakien och Ukraina. Glenmark kommer att agera Market Authorisation Holder (MAH) och därmed ansvara för de regulatoriska processerna i respektive marknad, med ambitionen att lämna in en första marknadsansökan under Q4-26. Avtalet innebär en väsentlig breddning av den kommersiella exponeringen, då marknaderna sammantaget omfattar omkring 200 miljoner invånare, motsvarande ca 7x den nordiska hemmamarknaden, vilket därmed markerar övergången från regional etablering till en paneuropeisk expansionsfas.

Parallellt med Glenmark-avtalet ingick Bolaget under sommaren år 2025 en avsiktsförklaring (LOI) med Lunatus avseende distribution och marknadsföring i Mellanöstern och Gulfstaterna, där Due Diligence-processer pågår. Därtill förs dialoger med ytterligare potentiella samarbetspartners på utvalda marknader i bl.a. UK, Frankrike, Polen, USA samt Australien, Kina, Indien, Brasilien och Sydafrika, vilket sammantaget understryker det breda internationella intresset för Zeqmelit®. Ytterligare kommersiella avtal utgör därmed centrala värde drivare att bevaka under kommande år.

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® besitter tydliga patientfördelar

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



Zeqmelit® forts.

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.

Bolagets enkätstudie avseende behandlingspreferenser hos svenska patienter med akut allergisk reaktion, publicerad år 2022, visar att en klar majoritet av patienter med svåra allergiska reaktioner föredrar munfilm framför tablett, vilket gör administrationsformen särskilt relevant. I studiens andra del framgår även att patienter tillskriver munfilm ett avsevärt högre värde än traditionell tablettbehandling, i genomsnitt 574 kr högre per allergisk reaktion. Patienter med sväljproblem, ca 26% av de tillfrågade, uppger att de är beredda att betala ytterligare 224 SEK, d.v.s. totalt 798 SEK per allergisk reaktion. AcuCorts prisnivå om ca 300 kr per förpackning, innehållande två munfilmer, ligger avsevärt under den dokumenterade betalningsviljan. Enligt vår bedömning bekräftar detta tydligt både den starka efterfrågan och den kommersiella potentialen, där administrationsformen munfilm inte bara utgör en tydlig konkurrensfördel utan även positionerar Zeqmelit® som ett differentierat alternativ med goda förutsättningar för relativt snabb marknadsacceptans och attraktiv prissättningskraft.

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.

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.

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. 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.

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.

God betalningsvilja vittnar om stark konkurrensfördel

Beprövat läkemedel sänker risken vid ansökan om godkännande

Kapitallätt affärsmodell

Etablerad kontraktstillverkare



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, samägd 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

- **Upprampning i Norden:** Efter lanseringen av Zeqmelit® i Sverige, Norge och Finland under Q3-24, lansering i Danmark under Q2-25, samt fyra erhållna orders om sammanlagt ca 2,8 MSEK från Unimedica Pharma, står AcuCort nu inför en uppskalningsfas. Med en lyckad validering av Zeqmelit® på den nordiska hemmamarknaden ser Analyst Group uppföljningsordrar som centrala värddrivare framgent, i synnerhet i takt med succesivt ökade ordervärden och därmed större genomslag i resultaträkningen.
- **Europeisk expansion:** Genom det bindande avtalet med Glenmark Pharmaceuticals har AcuCort tagit ett betydande steg i den europeiska expansionsstrategin. Avtalet omfattar sex europeiska marknader, däribland referensmarknaden Tyskland, och innebär att Glenmark ansvarar för regulatoriska processer och framtida marknadsutvärdering i egenskap av *Market Authorisation Holder* (MAH), med planerad första marknadsansökan under Q4-26.
- **FDA-processen i USA:** Under Q4-24 lämnade AcuCort in en Initial Pediatric Study Plan (iPSP) till FDA, ett obligatoriskt steg inför en NDA-ansökan för Zeqmelit®. Granskningen har dock tagit längre tid än väntat på grund av interna processer hos FDA. AcuCort upprätthåller en nära dialog med FDA och har som målsättning att lämna in en fullständig NDA-ansökan under år 2026. Ett potentiellt godkännande skulle utgöra en betydande katalysator för AcuCorts expansion på världens största läkemedelsmarknad.
- **Strategiska partnerskap:** Efter att ha konverterat tidigare partnerdialoger till ett bindande europeiskt avtal med Glenmark har AcuCort gått in i en ny fas där fokus ligger på implementering och fortsatt geografisk breddning. Avsiktsförklaringen (LOI) med Lunatus avseende Mellanöstern och Gulfstaterna är föremål för Due Diligence, samtidigt som dialoger förs med potentiella partners i bl.a. Storbritannien, Frankrike, Polen, USA och på utvalda internationella marknader, däribland Australien, Kina, Indien, Sydamerika och Sydafrika. Noterbart är att partnerskap ofta etableras innan regulatoriska godkännanden erhålls, vilket möjliggör en snabbare marknadsutvärdering. Ytterligare kommersiella avtal, särskilt på den amerikanska marknaden, utgör därmed centrala värddrivare för Bolagets fortsatta tillväxt.

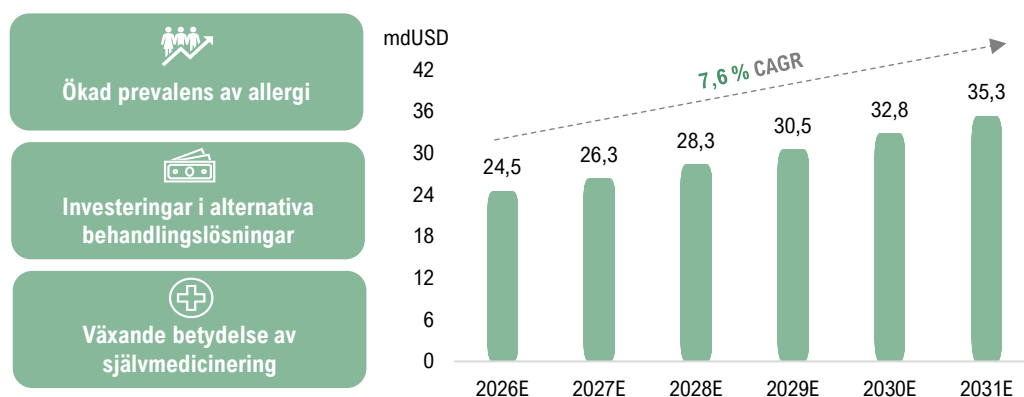


7,6 % CAGR
marknaden för
allergibehandling
2026-2031E

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 7,6 % mellan åren 2026-2031, för att år 2031 nå ett marknadsvärde om ca 35,3 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 7,6 % fram till år 2031.

Tillväxt drivare och estimerad tillväxt på den globala allergibehandlingsmarknaden, 2026-2031E



Källa: Mordor Intelligence, Allergy Treatment Market Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2026 - 2031)

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>

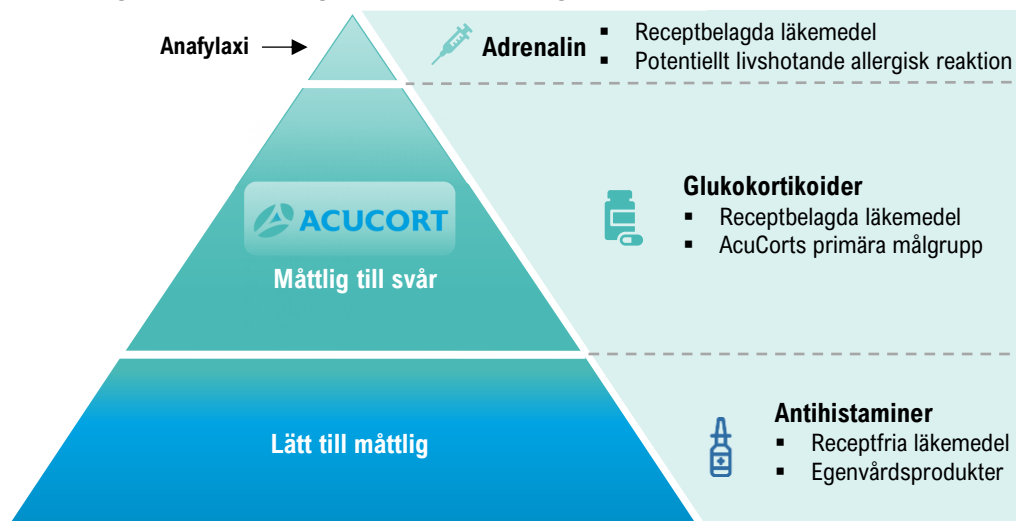
²<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/corticosteroids-market-report>

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



Kapitallätt
affärsmodell genom
outsourcad
produktion till
Adhex Pharma

ADHEXPHARMA

Avtalet med
Glenmark omfattar
sex europeiska
länder, med
Tyskland i centrum



Kostnadsfri
NDA-ansökan
genom SBW

Zeqmelit® lanserat på den nordiska hemmamarknaden

Zeqmelit® har succesivt godkänts i Sverige (2020), Danmark och Norge (2022) samt Finland (2023). Under år 2025 förnyades marknadsgodkännandena i Sverige, Norge och Danmark, vilket innebär att produkten nu har tillsvidaregodkännanden på dessa marknader.

Efter att distributionsavtal ingåtts med Unimedica Pharma under Q3-23 inleddes den kommersiella utrollningen i Norden, och Zeqmelit® finns idag tillgängligt som receptbelagt läkemedel på apotek i samtliga nordiska länder, med produktion genom den franska kontraktstillverkaren Adhex Pharma. Den första ordern erhöles under Q1-24, följt av ytterligare beställningar i takt med att marknadsnärvaron breddats, inklusive i samband med etableringen i Danmark. Sammantaget har AcuCort erhållit fyra ordrar från Unimedica Pharma till ett sammanlagt värde om ca 2,8 MSEK.

Även om de initiala ordervärdena varit relativt begränsade bedömer Analyst Group att signalvärdet är betydande, särskilt då Bolaget erhållit återkommande ordrar med successivt ökande ordervärden. Den nordiska etableringen fungerar som en kommersiell referensmarknad inför vidare internationell expansion och stärker såväl trovärdigheten i partnerdialoger som förutsättningarna att attrahera ytterligare distributions- och licensavtal på större marknader. Framgent väntas fokus ligga på successiv uppskalning i Norden, där den positiva initiala responsen från astma- och allergiläkare indikerar goda förutsättningar för fortsatt marknadspenetration.

Marknadsstatus - EU

AcuCort har genom det bindande avtalet med Glenmark Pharmaceuticals tagit ett betydande steg i den europeiska expansionen. Avtalet omfattar sex europeiska marknader, Tyskland, Nederländerna, Tjeckien, Österrike, Slovakien och Ukraina, där Glenmark i egenskap av *Market Authorisation Holder* (MAH) ansvarar för regulatoriska ansökningar och marknadsförberedelser. Enligt Bolaget planeras de första ansökningarna lämnas in under Q4-26. Givet sedvanliga regulatoriska processer inom EU bedömer vi att tiden från inlämnad ansökan till godkännande normalt uppgår till ca 9-12 månader, varför intäktsgenerering bedöms kunna inledas under H2-27. Glenmarks regulatoriska resurser och erfarenhet bedöms stärka förutsättningarna för en effektiv och strukturerad process.

Den övergripande expansionsstrategin bygger på att regulatoriska processer initieras i takt med att kommersiella partners säkras, snarare än att ansökningar skickas in brett inom hela EU utan etablerad distributionsstruktur. Detta bedöms vara en kapitaleffektiv modell som reducerar regulatorisk och finansiell risk i expansionsfasen och skapar flexibilitet inför ytterligare europeiska avtal.

Under Q3-25 beviljades AcuCort förlängd SME-status av EMA till den 31 december 2026. Statusen medför helt eller delvis reducerade avgifter vid regulatoriska aktiviteter inom EU och EEA och stärker därmed Bolagets kostnadseffektivitet i den fortsatta europeiska expansionen.

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.

Under Q4-24 lämnade AcuCort in en Initial Pediatric Study Plan (iPSP) till FDA, ett obligatoriskt dokument som beskriver planerna för att utvärdera säkerhet och effektivitet i pediatrika populationer. En viss fördröjning har skett till följd av interna processer hos FDA, men under Q2-25 erhöles AcuCort återkoppling. Bolaget har adresserat de frågor som myndigheten framfört, och inväntar nu ytterligare återkoppling, där Analyst Group estimerar att Bolaget kan lämna in en fullständig *New Drug Application* (NDA) under år 2026, vilket utgör en betydande trigger. 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 långtgående dialoger med potentiella framtida partners vilka kan ansvara för försäljning och marknadsföring av Zeqmelit®, både vad gäller nyckelmarknader i EU såsom Frankrike, Storbritannien, Polen, Italien och Spanien, samt i USA och utvalda regioner globalt, inklusive Australien, Kina, Indien, Sydamerika och Sydafrika. Analyst Group ser det som positivt att AcuCort aktivt utforskar potentiella möjligheter med fler kommersiella partners för att möjliggöra en så bred marknads lansering som möjligt, där ett flertal marknader adresseras. I USA ses ett potentiellt marknads-godkännande, 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. I Europa utgår modellen från en distributionsmodell, i linje med det ingångna avtalet med Glenmark, medan den amerikanska marknaden förväntas nås via en licenspartner. Den finansiella modellen fokuserar på AcuCorts uttalade nyckelmarknader, Norden, EU och USA, där sannolikheten för marknadsgodkännande i EU och USA har riskjusterats 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 notera är att prognoserna exkluderar flera parametrar som kan betraktas som ytterligare optioner i värderingen. Dessa omfattar potentiell expansion till marknader såsom Kina, Indien och Australien, vilka inte beaktats i modellen. Därtill baseras prognoserna enbart på försäljning relaterad till allergiska reaktioner, vilket innebär att indikationer såsom krupp hos barn, illamående vid cellgiftsbehandling (CINV) och Covid-19 utgör potentiell uppsida. För den amerikanska marknaden utgår prognosen uteslutande från royaltyintäkter inom ramen för ett framtida licensavtal. Även om Analyst Group bedömer att förskotts- och milstolpsbetalningar sannolikt kan erhållas vid ett sådant avtal, är osäkerheten kring timing och storlek betydande. Av försiktighetsskäl har dessa därför exkluderats från modellen, vilket delvis kompenseras genom en något högre antagen royaltysats.

Prevalens

Behandlingen av akuta allergiska reaktioner varierar mellan länder och omfattar såväl receptfria som receptbelagda läkemedel för olika svårighetsgrader. AcuCorts målmarknad utgörs av patienter med risk för akuta och svåra allergiska reaktioner, men där risken för anafylaktisk chock bedöms som låg. Allergi är ett utbrett globalt problem och World Allergy Organisation (WAO) uppskattar att prevalensen varierar mellan 10–40 % beroende på land.¹ Som jämförelse uppskattar CDC att ca 30 % av vuxna och över 25 % av barn i USA led av säsongsbunden allergi, eksem eller matallergi år 2021.²

Majoriteten av allergiker har milda till måttliga besvär som ofta kan behandlas med receptfria läkemedel, medan det mest extrema segmentet, där reaktionerna kan vara livshotande och kräva adrenalin och kortison, enligt EAACI uppskattas utgöra ca 20 % av den allergiska populationen.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
AcuCorts 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 2026. 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 de inledande lanseringsåren 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 Bolaget succesivt skalar upp Zeqmelit®:s position på marknaden, följt av en förväntad mognadsfas som sträcker sig mellan år 2029 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

Det bindande avtalet med Glenmark Pharmaceuticals avseende sex europeiska marknader utgör ett första konkret steg i Bolagets expansionsstrategi, där lanseringen på den nordiska hemmamarknaden har agerat kommersiell språngbräda. Givet att Glenmark planerar att lämna in marknadsansökningar under Q4-26 och att regulatoriska processer inom EU normalt uppgår till ca 9-12 månader, estimeras försäljningsstart inom EU kunna inledas under H2-27, för att därefter stegvis öka och nå en mogen fas mellan åren 2031 och 2034, i takt med att Bolaget ingår fler kommersiella avtal med bredare europeisk teckning.

Med en förväntad prevalens om 4 % av befolkningen uppskattas den adresserbara marknaden inom EU uppgå till ca 17 miljoner patienter år 2026. Vi estimerar en marknadsandel om 5,5 % år 2031, vilket bedöms uppnås i takt med att Bolaget successivt etablerar distributionspartners på ytterligare europeiska marknader. Den lägre marknadsandelen jämfört med Norden speglar en mer gradvis marknadspenetration i större och mer diversifierade marknader, snarare än en begränsning i produktens konkurrenskraft. Samtidigt bedömer vi att samarbetet med Glenmark förbättrar förutsättningarna för effektiv kommersiell exekvering i prioriterade länder. Vår modellering utgår från att initialt fokus ligger på större europeiska marknader, däribland Tyskland, medan mindre länder inkluderas successivt över tid, vilket sammantaget ger en balanserad och realistisk penetrationskurva.

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 2026, förväntas ett godkännande och efterföljande försäljningsstart under år 2027. 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 13), 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	2029-2034	4.0%	2	8.0%	9.6	N/A	N/A
EU	Distribution	2027	2031-2034	4.0%	2	5.5%	10.1	N/A	2.0%
USA	Licens	2027	2030-2034	4.0%	2	3.0%	13.0	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 outsource 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 försäljningsvolymerna. 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 2028, då kostnaderna för att etableras på de uttalade målmarknaderna förväntas överstiga de estimerade intäkterna fram tills dess. Analyst Group estimerar en marginalexpansion där Bolagets rörelsemarginal (EBIT) förväntas stiga från ca 30 % år 2028 till omkring 50-60 % mellan åren 2030-2034.

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.

Bolagets kassa uppgick till ca 27 MSEK vid utgången av Q4-25, vilken har stärkts av kapitaltillskotten från företrädesemissionen samt optionsinlösen under år 2025. Den stärkta balansräkningen förväntas möjliggöra accelererade tillväxtaktiviteter, däribland intensifierade partnerdiskussioner på bred front. Detta estimeras leda till en ökad burn rate i takt med växande kommersialiseringskostnader och regulatoriska konsulttjänster.

AcuCort har uppvisat en genomsnittlig operativ kapitalförbrukning om ca -1,6 MSEK/månad LTM, och med investeringarna i beaktning uppgår det negativa fria kassaflödet (FCFF) till ca -2,1 MSEK/mån LTM. Med en estimerad kapitalförbrukning om ca -2,4 MSEK per månad och en kassa om 27 MSEK vid utgången av Q4-25, bedöms Bolaget vara finansierat till Q4-26, allt annat lika.

Även om emissionen stärker Bolagets finansiella ställning och skapar förutsättningar att kapitalisera på den ökande efterfrågan kvarstår viss osäkerhet kring Zeqmelit@s marknadsacceptans och kommersiella genomslagskraft. Samtidigt kan ytterligare kapitalbehov inte uteslutas. Att Bolaget har etablerat samarbeten med två distributionspartners, varav en global aktör, utgör en tydlig extern validering av produktens kommersiella potential och reducerar den upplevda genomföranderisken, vilket förväntas förbättra förutsättningarna att vid behov resa kapital till mer fördelaktiga villkor.

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

Värdering: DCF- och rNPV-modell

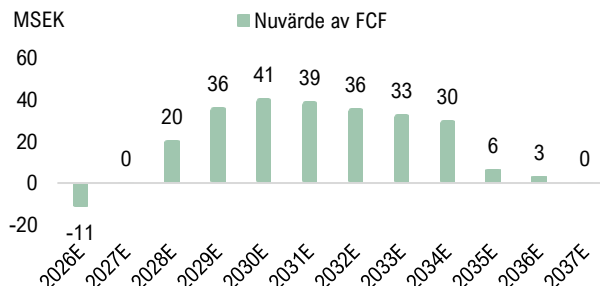
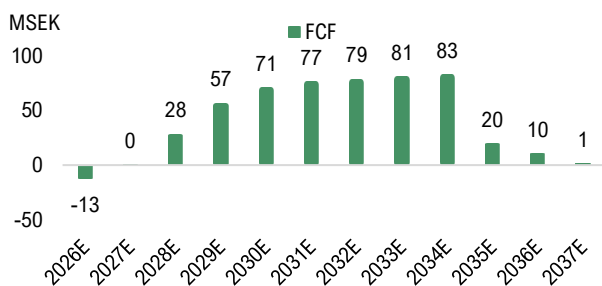
En DCF-modell har tillämpats på den nordiska marknaden, medan en rNPV-modell har tillämpats på marknaderna inom EU och USA, där Bolagets framtida kassaflöden har justerats för risken i pågående regulatorisk utveckling. Baserat på resultaten från bioekvivalensstudier tillämpas olika sannolikhetsfördelningar för godkännande av läkemedel beroende på marknaden. Inom EU uppskattas sannolikheten för marknadsgodkännande, även känd som *Likelihood of Approval* (LoA), vara ca 95 %. Estimaterna baseras på att Zeqmeliit® redan har erhållit marknadsgodkännande i flera nordiska länder, vilket innebär att kommande ansökningar sker via en ömsesidig erkännandeprocess (MRP/RUP) snarare än genom en ny fullständig regulatorisk granskning. Även om enskilda medlemsländer formellt kan resa invändningar bedöms denna risk som begränsad, givet den etablerade regulatoriska historiken. Därtill kommer Glenmark att agera Market Authorisation Holder (MAH) och ansvara för den regulatoriska processen, vilket minskar exekveringsrisken och stärker förutsättningarna för en effektiv och koordinerad ansökningsprocess, vilket sammantaget motiverar en lägre riskbild och en estimerad LoA om 95 %. 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 Zeqmeliit®. 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 Zeqmeliit® är beroende av externa tredje parter. Om Bolaget skulle hamna i ett ogynnsamt partnerskap skulle det kunna hämma försäljningen och således värderingen. Med en applicerad sannolikhet för läkemedelsgodkännande om ca 95 % i EU och 85 % i USA, samt en applicerad diskonteringsränta om 12,1 %, uppgår summan av samtliga nuvärdesberäknade fria kassaflöden till ca 234 MSEK, vilket motsvarar det estimerade Enterprise Value (EV). Med beaktande av kapitalstrukturen, uppgår det riskjusterade nuvärdesberäknade bolagsvärdet till ca 261 MSEK, motsvarande ett motiverat värde om 1,11 kr per aktie i ett Base scenario. Analyst Group hävdar att den breda marknadspotentialen som Zeqmeliit® besitter inte alls reflekteras i dagens aktiekurs, och att aktien på nuvarande nivåer erbjuder en gynnsam risk/reward för investerare.

1,11 kr
per aktie
Base scenario

Riskjusterat nuvärde om ca 261 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om ca 1,11 kr.

Riskjust. FCF samt diskonterade riskjust. FCF, Base scenario 2025E-2037E



Källa: Analyst Groups prognoser

Optioner i värderingen

Utöver Bolagets primära målmarknader inom EU och USA finns även möjligheter att adressera utvalda regioner globalt, däribland Australien, Kina, Indien, Sydamerika och Sydafrika. Bolaget har kommunicerat att dialoger förs med potentiella partners i dessa regioner, vilket på sikt skulle kunna bidra till ytterligare tillväxtpotentialer. Analyst Group väljer dock att betrakta dessa marknader som optioner i värderingen, då vi bedömer att Bolaget i första hand allokerar resurser till att etablera en stark position i EU och USA. Med en begränsad finansiell kapacitet är det naturligt att initialt prioritera dessa två kärnmarknader, där förutsättningarna för kommersiell framgång bedöms vara mest fördelaktiga. Övriga globala regioner kan därmed ses som långsiktiga expansionsmöjligheter, där framtida partnerskap och regulatoriska godkännanden blir avgörande faktorer för en eventuell marknadsetablering.

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

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 Pharma**, som adresserar marknaden för smärtstillande läkemedel med hjälp av en utvecklad munfilm (Sumatriptan Alginatfilm) som placeras på insidan av kinden där den fäster vid slemhinnan och tas således upp direkt i blodet. Klaria erhöll under Q3-24 marknadsgodkännande för bolagets huvudkandidat i Tyskland, Italien och Spanien, och Bolaget avser att ansöka om marknadsgodkännande i övriga EU-länder genom Mutual Recognition Procedure (MRP). Klaria har 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.

Under inledningen av Q1-25 ingick Klaria ett licensavtal med CNX Therapeutics för kommersialiseringen av Sumatriptan Alginatfilm inom Europa. Avtalet ger CNX Therapeutics rätt att marknadsföra och sälja munfilmen i Europa och Storbritannien under eget varumärke och produktnamn, och parterna planerar en initial lansering i Tyskland, Spanien och Italien under år 2026 med ytterligare expansion under år 2027. Affären innebär att Klaria erhåller en initial upfront-betalning om ca 0,8 MEUR samt potentiella milstolpsbetalningar om ca 0,5–1,3 MEUR. Utöver detta tillkommer löpande tvåsiffriga royalties baserade på omsättningen.

Klarias licensavtal är ett tydligt bevis på att marknaden värdesätter starka samarbets- och partneravtal. Samtidigt är efterfrågan på innovativa och användarvänliga applikationstekniker stor, där både Klaria och AcuCort adresserar detta behov genom smidig munfilmsteknik, vilket understryker produkternas tydliga existensberättigande på marknaden. Vidare samarbetar Klaria, i likhet med AcuCort, med kontraktstillverkaren Adhex Pharma. Enligt Klaria har Adhex Pharma en årlig produktionskapacitet om ca 200 miljoner enheter, vilket enligt Analyst Group sänder en stark signal om AcuCorts partners omfattande kapacitet.



(MSEK)						Nettoomsättning		EBITDA
Bolag	Land	Senaste fas	Market Cap	Nettokassa	Enterprise Value	LTM	LTM	LTM
Cessatech	Danmark	Fas III	504,1	13,0	491,1	0,0		-31,1
Edesa Biotech	Kanada	Fas III	182,8	9,2	173,6	0,0		-69,4
Avenue Therapeutics	USA	Fas III	21,5	30,1	-8,6	12,7		-35,6
Klaria Pharma	Sverige	Godkänt läkemedel	189,9	-0,3	190,2	9,0		-14,0
Högsta			504,1	30,1	491,1	12,7		0,0
75e percentilen			268,4	17,3	265,5	3,2		-23,4
Median			186,3	11,1	181,9	0,0		-33,4
Genomsnitt			224,6	13,0	211,6	3,2		-34,0
25e percentilen			142,5	6,8	128,0	0,0		-44,0
Lägsta			21,5	-0,3	-8,6	0,0		-69,4
AcuCort	Sverige	Godkänt läkemedel	170,2	27,0	143,2	0,7		-18,3

Källor: Finansiella rapporter och Börnsdata.

Det genomsnittliga (median) marknadsvärdet av ovan bolag uppgår till ca 225 MSEK (186). Samtidigt har AcuCort en nettokassa om ca 27 MSEK och därmed en starkare finansiell ställning jämfört med peers, där genomsnittet (medianen) har en nettokassa om 13 MSEK (11), vilket motiverar en värderingspremie. 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 administrationsätt är slående, anses AcuCorts nuvarande värdering vara omotiverad låg.

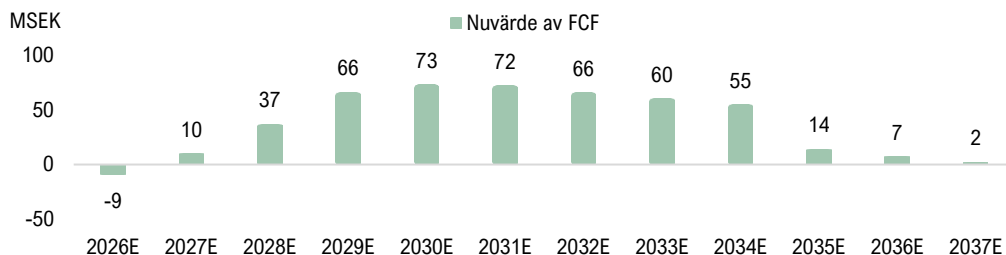
Bull scenario

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 479 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 2,04 kr.

2,04 kr
per aktie
Bull scenario

Riskjusterat nuvärde om ca 479 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 2,04 kr.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bull scenario 2026E-2037E



Källa: Analyst Groups prognoser

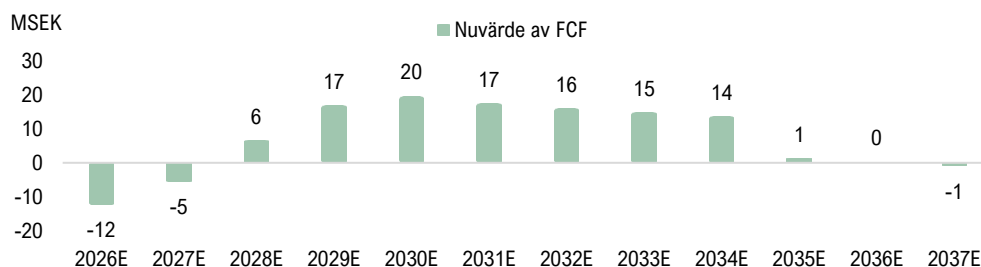
Bear scenario

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 114 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 0,49 kr.

0,49 kr
per aktie
Bear scenario

Riskjusterat nuvärde om ca 114 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 0,49 kr.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bear scenario 2026E-2037E



Källa: Analyst Groups prognoser



Med ett strategiskt europeiskt avtal på plats tillsammans med en etablerad global aktör – hur ser du att det påverkat er relativa förhandlingsposition i pågående partnerdialoger, exempelvis med Lunatus och i era långt gångna diskussioner kring marknader såsom Frankrike, Polen, Storbritannien, USA och övriga prioriterade regioner?

– Avtalet med Glenmark Pharmaceuticals påverkar vår förhandlingsposition i klart positiv riktning. Att en global och kommersiellt stark aktör som Glenmark valt att ingå ett kommersiellt avtal med AcuCort är en kvalitetsstämpel, både för oss som bolag och för vår produkt.

Vi kommer in med ett bevisat affärsfall i förhandlingarna, en bra referens och en tydlig struktur för hur partnerskapen kan utformas. Det ger oss bättre möjligheter att välja rätt samarbeten och att förhandla villkor som långsiktigt skapar värde för AcuCorts aktieägare.

Glenmark ansvarar för den regulatoriska processen genom att agera Market Authorisation Holder (MAH), och ansökan om marknads godkännande planeras till Q4-26 via en Repeat Use Procedure (RUP). Vilka centrala aktiviteter pågår nu?

– Fokus ligger på att bistå Glenmark med ta fram ett så robust och effektivt regulatoriskt underlag som möjligt inför RUP-ansökan i Q4-26. Det handlar bland annat om att färdigställa och harmonisera dokumentationen, inklusive CMC-data, kvalitetsmaterial och marknadsspecifika anpassningar.

Om vi lyfter blicken tre år framåt – hur ser du att AcuCorts kommersiella närvaro och geografiska expansion har utvecklats då?

– Om tre år bedömer jag att vi har kommit långt med försäljningen på de europeiska marknaderna, i USA och i valda delar av ROW.

Om tre år är AcuCort ett internationellt och kommersiellt moget bolag. Vi har många partners, bredare geografisk närvaro och vi har en god tillväxt. Försäljningen i Europa utvecklas starkt och vi har även startat försäljning i USA och i ROW.

Den 24 februari 2026

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: 4 362 311 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: 1 835 908 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: 145 569 aktier.

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.

Jan Poulsen, Styrelseledamot

Jan har lång erfarenhet av att som verkställande direktör driva och utveckla bolag och skapa tillväxt inom ett flertal branscher och länder inom EU. Jan har mer än 25 års erfarenhet av att investera i biotech- och medtech-sektorn och är involverad i ett flertal bolag som fokuserar på expansion och tillväxt i USA. Jan har erfarenhet från styrelsearbete och kan bidra med ett brett nätverk mot investerare och relevant branschkunskap. Jan är via Life Science Invest Fund 1 Aps en av huvudägarna i AcuCort.

Aktieinnehav: 17 824 546 aktier.

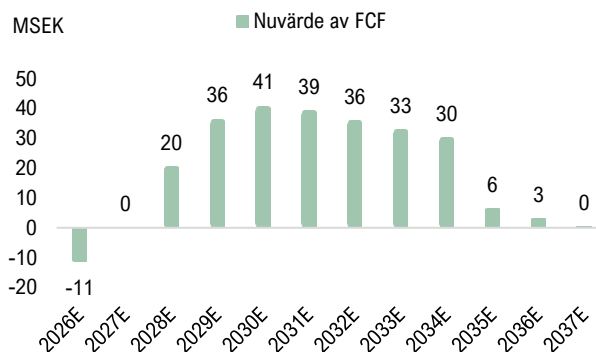
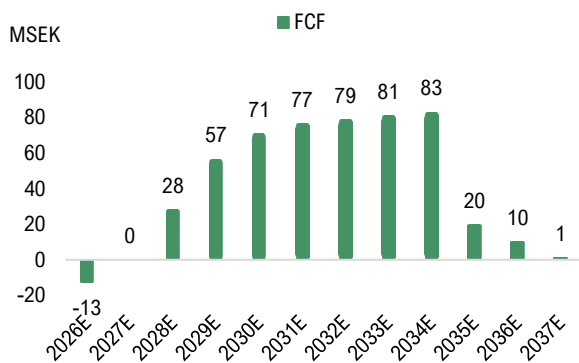
Helen Ljungdahl Round, Styrelseledamot

Helen har en gedigen, internationell och lång erfarenhet från Life Science som sträcker sig från pre-klinisk biotech start-ups till börsnoterade MedTech-bolag med fokus på tillväxt på den amerikanska marknaden. Genom sina exekutiva roller har Helen en stor erfarenhet av att utveckla verksamheter och lansera produkter på internationella marknader samt att leda arbete med att ingå partnerskap. Helen har en god förståelse för de utmaningar som ett bolag möter när man ska lansera en produkt på den amerikanska marknaden. Helen har även erfarenhet av styrelsearbete. Helen har en kandidatexamen i ekonomi från Uppsala universitet och en MBA från the American Graduate School of International Management (Thunderbird), AZ, USA.

Aktieinnehav: 0 aktier.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Base scenario Resultaträkning (MSEK)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
Nettoomsättning	0,7	0,7	5,3	24,9	66,8	116,3	140,9	163,6	167,2	170,8	174,5	59,4	36,4	18,6
Aktiverat arbete	7,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	7,7	6,7	5,3	24,9	66,8	116,3	140,9	163,6	167,2	170,8	174,5	59,4	36,4	18,6
COGS	0,0	0,0	-1,6	-6,7	-16,2	-30,1	-36,6	-43,2	-44,1	-45,1	-46,0	-15,7	-9,6	-4,9
Bruttoresultat	7,7	6,7	3,7	18,1	50,6	86,1	104,4	120,4	123,0	125,7	128,5	43,8	26,8	13,7
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	70,0%	72,9%	75,7%	74,1%	74,1%	73,6%	73,6%	73,6%	73,6%	73,6%	73,6%	73,7%
Övriga externa kostnader	-16,1	-20,5	-22,0	-20,0	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-14,0	-10,0	-8,0
Personalkostnader	-5,3	-4,6	-6,5	-7,0	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-5,0	-4,0	-4,0
EBITDA	-13,7	-18,3	-24,8	-8,9	26,6	62,1	80,4	96,4	99,0	101,7	104,5	24,8	12,8	1,7
EBITDA-marginal	-177,7%	-274,5%	-468,4%	-35,6%	39,8%	53,4%	57,0%	58,9%	59,2%	59,6%	59,9%	41,7%	35,2%	9,2%
Av-/nedskrivningar	-3,7	-8,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-17,4	-26,5	-32,0	-16,0	19,4	55,0	73,2	96,4	99,0	101,7	104,5	24,8	12,8	1,7
EBIT-marginal	-225,3%	-396,4%	-604,1%	-64,4%	29,0%	47,3%	51,9%	58,9%	59,2%	59,6%	59,9%	41,7%	35,2%	9,2%
Finansiella poster	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-17,4	-26,2	-32,0	-16,0	19,4	55,0	73,2	96,4	99,0	101,7	104,5	24,8	12,8	1,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,0	-11,3	-15,1	-19,9	-20,4	-21,0	-21,5	-5,1	-2,6	-0,4
Nettoresultat	-17,4	-26,2	-32,0	-16,0	15,4	43,6	58,1	76,5	78,6	80,8	83,0	19,7	10,2	1,4
Vinstmarginal	-225,5%	-391,9%	-604,1%	-64,4%	23,1%	37,5%	41,2%	46,8%	47,0%	47,3%	47,5%	33,1%	28,0%	7,3%



Bull scenario Resultaträkning (MSEK)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
Nettoomsättning	0,7	0,7	9,2	46,3	102,9	193,2	233,7	270,3	276,2	282,2	288,4	98,2	60,2	30,8
Aktiverat arbete	7,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	7,7	6,7	9,2	46,3	102,9	193,2	233,7	270,3	276,2	282,2	288,4	98,2	60,2	30,8
COGS	0,0	0,0	-2,7	-12,5	-23,5	-48,8	-59,0	-69,7	-71,2	-72,7	-74,3	-25,3	-15,5	-7,9
Bruttoresultat	7,7	6,7	6,4	33,8	79,4	144,4	174,7	200,6	205,0	209,5	214,1	72,9	44,7	22,9
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	70,0%	73,1%	77,2%	74,8%	74,7%	74,2%	74,2%	74,2%	74,2%	74,3%	74,3%	74,3%
Övriga externa kostnader	-16,1	-20,5	-22,0	-20,0	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-14,0	-10,0	-8,0
Personalkostnader	-5,3	-4,6	-6,5	-7,0	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-5,0	-4,0	-4,0
EBITDA	-13,7	-18,3	-22,1	6,8	55,4	120,4	150,7	176,6	181,0	185,5	190,1	53,9	30,7	10,9
EBITDA-marginal	-177,7%	-274,5%	-241,1%	14,7%	53,8%	62,3%	64,5%	65,3%	65,5%	65,7%	65,9%	54,9%	51,0%	35,3%
Av-/nedskrivningar	-3,7	-8,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-17,4	-26,5	-29,3	-0,4	48,2	113,2	143,5	176,6	181,0	185,5	190,1	53,9	30,7	10,9
EBIT-marginal	-225,3%	-396,4%	-319,5%	-0,8%	46,9%	58,6%	61,4%	65,3%	65,5%	65,7%	65,9%	54,9%	51,0%	35,3%
Finansiella poster	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-17,4	-26,2	-29,3	-0,4	48,2	113,2	143,5	176,6	181,0	185,5	190,1	53,9	30,7	10,9
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,9	-23,3	-29,6	-36,4	-37,3	-38,2	-39,2	-11,1	-6,3	-2,2
Nettoresultat	-17,4	-26,2	-29,3	-0,4	38,3	89,9	113,9	140,2	143,7	147,3	150,9	42,8	24,4	8,6
Vinstmarginal	-225,5%	-391,9%	-319,5%	-0,8%	37,2%	46,5%	48,8%	51,9%	52,0%	52,2%	52,3%	43,6%	40,5%	28,0%

Bear scenario Resultaträkning (MSEK)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
Nettoomsättning	0,7	0,7	3,7	12,8	34,5	64,7	78,0	90,2	92,2	94,2	96,3	32,8	20,1	10,3
Aktiverat arbete	7,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	7,7	6,7	3,7	12,8	34,5	64,7	78,0	90,2	92,2	94,2	96,3	32,8	20,1	10,3
COGS	0,0	0,0	-1,1	-3,3	-8,2	-16,8	-20,2	-23,8	-24,3	-24,8	-25,4	-8,6	-5,3	-2,7
Bruttoresultat	7,7	6,7	2,6	9,5	26,3	47,9	57,8	66,4	67,9	69,4	70,9	24,2	14,8	7,6
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	70,0%	74,0%	76,1%	74,1%	74,1%	73,6%	73,6%	73,6%	73,6%	73,7%	73,7%	73,7%
Övriga externa kostnader	-16,1	-20,5	-22,0	-20,0	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-17,5	-14,0	-10,0	-8,0
Personalkostnader	-5,3	-4,6	-6,5	-7,0	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-5,0	-4,0	-4,0
EBITDA	-13,7	-18,3	-25,9	-17,5	2,3	23,9	33,8	42,4	43,9	45,4	46,9	5,2	0,8	-4,4
EBITDA-marginal	-177,7%	-274,5%	-707,7%	-136,6%	6,6%	37,0%	43,3%	47,0%	47,6%	48,2%	48,7%	15,7%	4,0%	-43,1%
Av-/nedskrivningar	-3,7	-8,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-17,4	-26,5	-33,1	-24,7	-4,9	16,7	26,6	42,4	43,9	45,4	46,9	5,2	0,8	-4,4
EBIT-marginal	-225,3%	-396,4%	-903,7%	-192,6%	-14,2%	25,9%	34,1%	47,0%	47,6%	48,2%	48,7%	15,7%	4,0%	-43,1%
Finansiella poster	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-17,4	-26,2	-33,1	-24,7	-4,9	16,7	26,6	42,4	43,9	45,4	46,9	5,2	0,8	-4,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,4	-5,5	-8,7	-9,0	-9,3	-9,7	-1,1	-0,2	0,0
Nettoresultat	-17,4	-26,2	-33,1	-24,7	-4,9	13,3	21,1	33,7	34,8	36,0	37,2	4,1	0,6	-4,4
Vinstmarginal	-225,5%	-391,9%	-903,7%	-192,6%	-14,2%	20,5%	27,1%	37,3%	37,8%	38,2%	38,7%	12,5%	3,2%	-43,1%

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 2014-2026). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.