



Analyst Group

ACUCORT AB

NÄRA KOMMERSIALISERING AV ALLERGILÄKEMEDEL

2018-11-14

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
JOHAN BROWN



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

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

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

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

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

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

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

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q3-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-10
Värdering	11
Bull & Bear	12
VD-intervju, Mats Lindfors	13
Ledning & styrelse	14
Appendix	15-17
Disclaimer	18

ACUCORT AB (ACUC)

NÄRA KOMMERSIALISERING AV ALLERGILÄKEMEDEL



AcuCorts produkt Dexa ODF väntas nå marknads-godkännande mot slutet av 2019 och försäljningen påbörjas då under mitten av 2020. DEXA ODF har väsentliga patientfördelar vilket ger goda förutsättningar, vid läkemedelsgodkännande, för en omfattande framtida tillväxt. Bolagets adresserbara marknad bedöms uppgå till 3,4 mdUSD, och ledning och styrelse anses inneha rätt kompetenser för att utveckla Bolaget i en positiv riktning. Genom en rNPV-värdering ges ett riskjusterat potentiellt nuvärde om 135 MSEK, motsvarande 10,9 SEK per aktie, i ett Base scenario.

▪ Patientfördelar med produkten talar för framtida tillväxt

AcuCorts produkt, DEXA ODF, är en film som läggs på tungan, som sedan löses upp via munnens saliv. Produkten erbjuder flertalet fördelar för patienten jämfört med dagens alternativ. En film är tillräckligt stark för att räcka per allergisk reaktion. Det krävs inget vatten, vilket är av vikt då en akut allergisk reaktion ofta sker vid ett tillfälle då tillgång till just vatten saknas. DEXA ODF förpackas även i en liten försluten förpackning som är ungefär lika stor som ett visitkort, vilket gör att det går att ha med sig produkten i t.ex. plånboken, och alltid kan vara tillgänglig när allergireaktionen inträffar. Patientfördelarna bedöms attraktiva och bidra till ökad försäljning givet en lyckad marknads lansering.

▪ Kompetent och erfaren ledning och styrelse

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

▪ I ett Base scenario värderas AcuCort till ett riskjusterat nuvärde om 10,9 kr per aktie

Bolagets ambition är att använda sig av ett globalt nätverk av samarbetspartners, där samarbeten antingen är distributions- eller licensbaserade. Givet att Bolaget når marknaden estimeras AcuCorts kassaflöden från DEXA ODF till ett riskjusterat nuvärde om 10,9 kr per aktie.

▪ Risk relaterad till kapitalbehov

Då Bolaget nyligen tog in 10,8 MSEK (efter emissionskostnader) via en företrädesemission är den finansiella risken på kort sikt låg. Däremot bedöms den nuvarande kassan inte räcka för att nå *break even*, varför Bolaget förväntas behöva genomföra ytterligare en kapitalanskaffning under H2-2019.

AKTIEKURS | 6,62 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (RNPV-VÄRDERING)¹

BEAR 3,1 kr	BASE 10,9 kr	BULL 20,0 kr
-----------------------	------------------------	------------------------

¹Värderingen baserad på Riskjusterad Nuvärdes-modell (rNPV) som bl.a. utgår från prognoser att AcuCort lyckas lansera DEXA ODF på marknaden. Värderingen baseras således på bl.a. det eventet.

ACUCORT AB			
Stängningskurs (2018-11-13)	6,62		
Antal Aktier (efter nyligen utförd emission)	9 798 266		
Market Cap (MSEK)	64,9		
Nettokassa(-)/skuld(+)	-14,4		
Enterprise Value (EV)	50,5		
V.52 prisintervall (SEK)	2,5-9,5		
UTVECKLING			
1 månad	20,4 %		
3 månader	47,1 %		
1 år	67,6 %		
YTD	94,7 %		
HUVUDÄGARE			
P.U.L.S. AB	27,2 %		
Avanza Pension	5,7 %		
Sparbanksstiftelser – Skånes riskkap. Stift	3,7 %		
Olle Isaksson	3,2 %		
Berne Gilbert Okdahl	2,9 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Mats Lindfors		
Styrelseordförande	Ebba Fähræus		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport Q4 2018	2019-02-15		
Delårsrapport Q1 2019	t.b.a		
PROGNOS (BASE)			
Nettoomsättning (MSEK)	2017	2018E	2019E
	0	0	2,1
Bruttoresultat (MSEK)	0	0	2,1
<i>Bruttomarginal</i>	n.a	n.A	100%
Rörelsekostnader (MSEK)	-4,7	-12,6	-12
EBITDA (MSEK)	-4,7	-12,6	-9,9
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>Neg</i>
P/S	n.a.	n.a.	32,4
EV/S	n.a.	n.a.	25,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.

KOMMENTAR Q3-18

Omsättning och resultat

AcuCort rapporterade som väntat ingen omsättning under det tredje kvartalet 2018. Kostnadsmassan för Bolaget låg däremot betydligt högre än vad Analyst Group hade estimerat. En trolig förklaring till detta är att de kvarvarande kostnaderna relaterade till Adhex pharma var större än väntat. Vidare har Bolaget inlett diskussioner med FDA under Q3, där det är möjligt att denna process innebar en inledande kostnad. Med tanke på att Bolaget, i absoluta tal, har låga kostnader samt att läkemedelsprocesser med FDA är väldigt kostsamma, skulle denna faktor potentiellt kunna förklara varför Bolagets rapporterade kostnader under Q3 var högre än väntat. Dessa kostnader ses dock som engångsföreteelser, och påverkar inte prognoser om framtida kostnader.

Vidare väntar sig Analyst Group att denna kostnadsnivå kommer ligga på fortsatt höga nivåer under Q4-18. Detta till följd av att en stor del av kostnaderna relaterade till Quinta-Analytica studien väntas bokas in i detta kvartal.

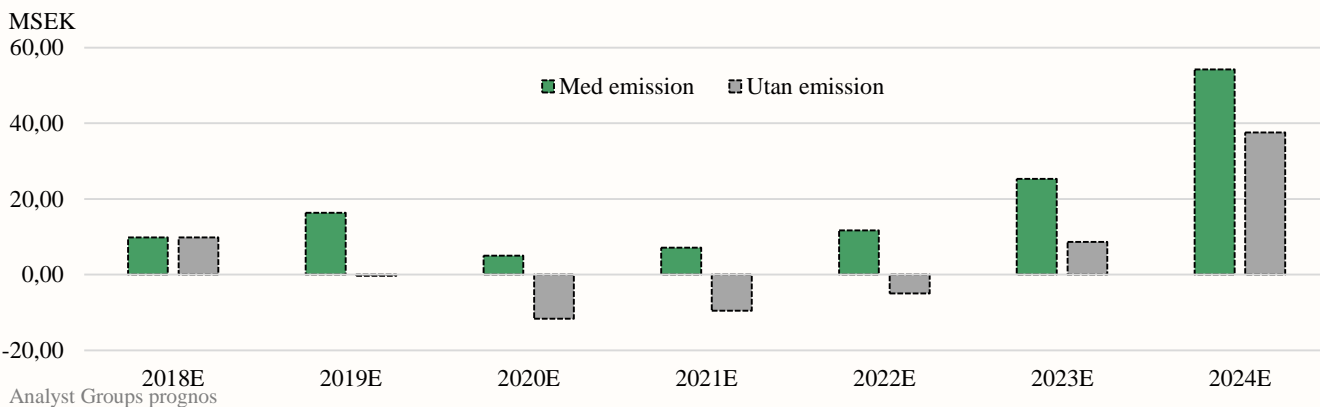
Nyemission väntas bli aningen större

Till följd av att kostnaderna i detta kvartal var betydligt högre än väntat görs en justering i storleken på framtida emission. Det görs till följd av att de kostnaderna som kom in över förväntningarna inte var väntade i framtiden heller. Därav väntas emissionen bli aningen större, då en säkerhetsmarginal i kapitalanskaffningen är nödvändig, vilket gör att emissionen nu väntas bli ca 2 MSEK större. Det innebär att Bolaget förväntas behöva genomföra en nyemission om cirka 17 MSEK under H2-19.

EMISSIONEN
VÄNTAS BLI
NÅGOT STÖRRE
ÄN TIDIGARE
VÄNTAT

AcuCort väntas genomföra en nyemission om ca 17 MSEK under H2-19

Estimerad kassa med och utan kapitalanskaffning under 2019



Dexa ODF-studier följer tidsplan

Under det andra halvåret 2018 har AcuCort inlett sina studier med hjälp av Quinta-Analytica, som sedan skall användas som underlag för ansökningar om läkemedelsgodkännande i EU och USA. Att få en statusuppdatering angående hur denna process har utvecklats sig hittills var därför den punkten Analyst Group fokuserade på mest innan rapport. I rapporten kan vi utläsa i Mats Lindfors VD-ord att dessa studier går enligt tidsplan. Vi kan lita oss mot historien och se att Bolaget hittills har hållit vad de har lovat inom uttalad tidsplan. Därav drar Analyst Group slutsatsen att detta är ett positivt uttalande av Mats, och är fortsatt positiva till hur studiens utfall blir.

Hur denna studie utvecklar sig under den kommande tiden är det främsta Analyst Group kommer fokusera på när det gäller AcuCorts utveckling, då detta är den absolut viktigaste drivaren för Bolagets framtid. Analyst Group kommer även lägga fokus på hur Bolagets samtal med potentiella samarbetspartners utvecklar sig. Att hitta potentiella samarbetspartners är ett arbete vars svårighetsgrad lär sjunka rejält vid framsteg i studierna angående Dexa ODF.

Analyst Group anser att Q3-rapporten var bra, kostnadsöverraskningen till trots. Här låg dock inte fokus inför rapporten, utan det vi tar med oss är VD-ord och kommentaren kring hur studien av Dexa ODF har utvecklats. AcuCort gav relativt transparent information kring detta och Analyst Group är fortsatt positiva till Bolagets framtid. AcuCort går nu in i en spännande fas där flera potentiella värde drivare kan inträffa, t.ex. positiva studieresultat eller påskrivet samarbetsavtal med en partner. Det kan komma att driva på värderingen av Bolaget och aktien.

FLERTALET
FAKTORER PEKAR
PÅ EN GODKÄND
STUDIE

INVESTERINGSIDÉ

AcuCorts produkt Dexta ODF väntas nå marknadsgodkännande mot slutet av 2019 och försäljning kan påbörjas under mitten av 2020. Dexta ODF har väsentliga patientfördelar vilket ger goda förutsättningar, vid läkemedelsgodkännande, för en god framtida tillväxt. Bolagets adresserbara marknad bedöms uppgå till 3,4 mdUSD, och Bolagets ledning och styrelse bedöms besitta relevanta och kompletterande kompetenser för att utveckla Bolaget i en positiv riktning.

Produkt med tydliga patientfördelar talar för framtida tillväxt

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

Ledning och styrelse besitter både kommersiell och teknisk erfarenhet

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

Försäljning av Dexta ODF prognostiseras uppgå till ca 70 MEUR 2025 i EU och USA

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

Riskerna är relaterade till kapitalbehov och läkemedelsgodkännande

AcuCort har under H2-18 genomfört en nyemission om 10,8 MSEK (efter emissionskostnader) som tecknades till 272 %. Nyemissionen väntas göra att kassan räcker till och med Q4-19. Därefter väntas Bolaget genomföra ytterligare kapitalanskaffning. Analyst Group antar 17 MSEK som en tänkbar storlek på emissionen, där en antagen utspädning tillkommer (se sida 9 för härledning). Givet prognostiserade kassaflöden vid ett läkemedelsgodkännande och en lyckad lansering, beräknas Bolaget nå *break even* 2021E. Möjligheten att erhålla ett godkännande bedöms högre än vanligt då Dexta ODF baseras på dexametason, ett redan välanvänt läkemedel. Bolaget har tidigare genomfört en likartad studie där resultatet var positivt, med skillnaden att läkemedlet inte var producerat i en marknadsmässig storlek.

Värderas till ett riskjusterat nuvärde om ca 135 MSEK

I ett Base scenario värderas AcuCorts potentiella framtida kassaflöden till ett riskjusterat nuvärde om 135 MSEK, motsvarande 10,9 kr per aktie efter antagande om framtida kapitalanskaffning. Värderingen om 135 MSEK kan ställas i relation till valda alternativinvesteringar Karessa (50 MSEK) och Klaria (304 MSEK).

9 AV 10

ALLMÄNLÄKARE I
EUROPA SKULLE
FÖRSKRIVA DEXA
ODF

BRED
KOMPETENS
OCH
ERFARENHET I
LEDNING OCH
STYRELSE

BOLAGSBESKRIVNING

AcuCort AB är noterat på Spotlight Stock Market sedan april 2017 och har utvecklat Dexa ODF vilket är ett kortisonbaserat läkemedel som hjälper patienter vid allergiska reaktioner. I dagsläget lägger Bolagets främsta fokus på att nå marknadsgodkännande och kommersialisera produkten i EU och USA, med möjligt marknadsgodkännande i EU redan mot slutet av 2019.

Dexa ODF

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

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

Då AcuCorts produkt baseras på ett redan välkänt och välanvänt läkemedel inom industrin behöver inte Bolaget genomgå lika många kliniska tester som ett nytt, okänt läkemedel skulle behöva. För att Bolaget ska kunna kommersialisera produkten behöver de bli godkända på bioekvivalenstester hos läkemedelsmyndigheterna för respektive marknad där produkten planeras att säljas. Bolaget har tillverkat 3 tillverkningssatser i kommersiell storlek enligt god tillverkningssed (GMP) inkluderande hela den kvantitet som behövs för att genomföra dessa tester, vilka har påbörjats under oktober 2018. Om allt går AcuCorts väg har Bolaget ett godkännande för att gå till marknad i EU mot slutet av 2019.

Affärsmodell

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

Intäktmodell

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

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

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

Kostnadsdrivare

AcuCorts primära kostnadsdrivare i dagsläget är sådana som är hänförliga till förberedelser för marknadsgodkännande studier. Under de senaste två kvartalen har Bolaget rapporterat en väsentlig kostnadshöjning jämfört med Q1-18, något som främst beror på produktion av marknadsmässig storlek av Dexa ODF. Denna produktion används vid studierna som kommer ligga som grund vid ansökan om kommersialiseringsgodkännande. Vidare kommer kostnadsstrukturen för Bolaget bero på vilka affärsrelationer som utvecklas med samarbetspartners.

Strategisk utsikt

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

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

VÄLKÄNT
LÄKEMEDEL
SÄNKER RISKEN
VID ANSÖKAN
OM
GODKÄNNANDE

MARKNADSANALYS

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

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

- **Milda allergiska reaktioner**

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

- **Anafylaktisk chock**

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

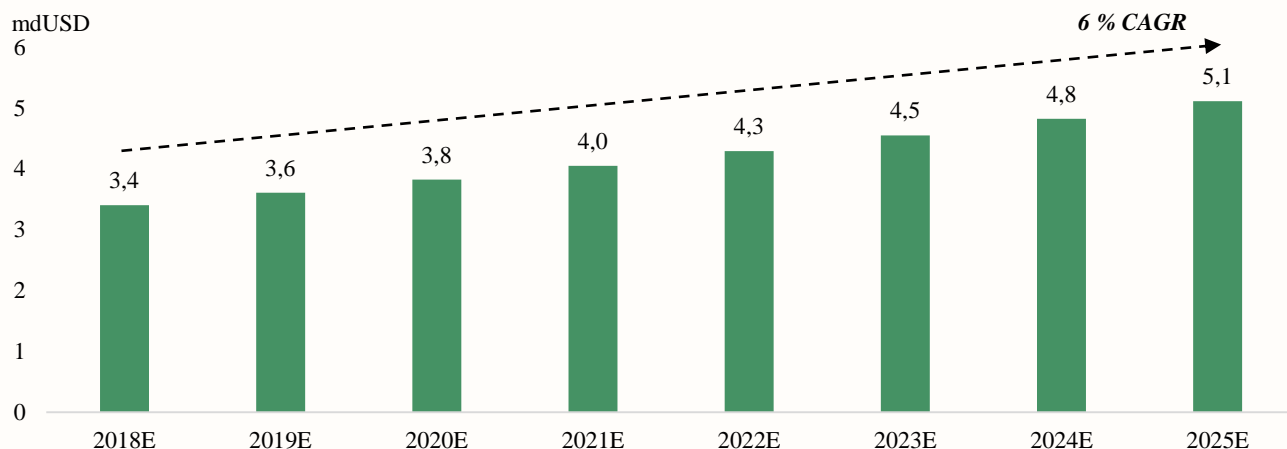
- **Svåra och akuta allergiska reaktioner**

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

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

Marknaden för glukokortoider väntas växa 6 % årligen till 2025.

Den globala glukokortoidmarknaden 2018-2025



Källa: AcuCorts emissionsmemorandum, 2018

Estimerad marknadspotential för AcuCort

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

FINANSIELL PROGNOS

FÖRSÄLJNING
VÄNTAS BÖRJA I
EU UNDER Q3
2020

Dexa ODF väntas nå marknaden 2020

AcuCort väntas lämna in sin ansökan om läkemedelsgodkännande i EU under Q2-19, vilket öppnar upp för ett godkännande av Dexa ODF under Q4 2019. Efter detta bedömer Analyst Group att det tar ca 6 månader att påbörja försäljning av produkten, till följd av att det först är vid godkännande som framställande av avtal med distributionskedjor med apoteksledet kan påbörjas. Bolaget upplever redan ett stort intresse bland potentiella partnerföretag som kommer kunna bearbeta läkare och patientorganisationer, vilket gör att en marknads lansering 6 månader efter godkännande anses rimligt. Majoriteten av patenten som Bolaget idag har sträcker sig till 2025, men med den patengrupp som Bolaget nu har ansökt om väntas det ge en exklusivitet på marknaden fram till 2035. 2036 väntas konkurrens och prispress tillta väsentligt, vilket leder till att Bolagets försäljning avtar fram till 2040, då prognosperioden avslutas.

Genomsnittligt pris på produkten väntas uppgå till 10 EUR

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

Dexa ODF väntas ha en försäljningspotential om 88 MEUR 2025E

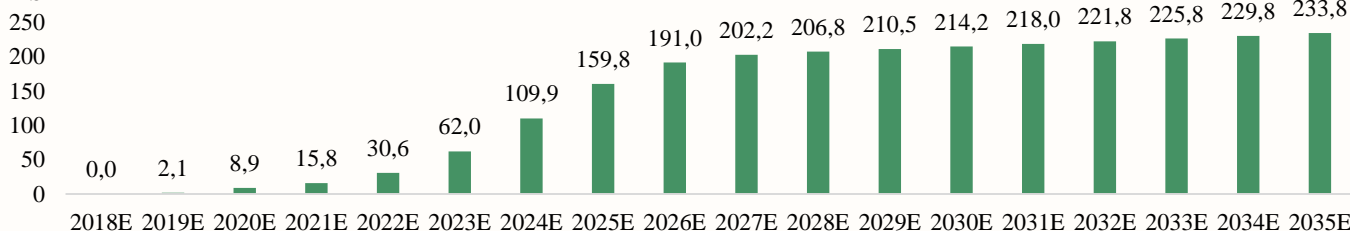
Givet marknadsgodkännande väntas AcuCort under 2020 till 2023 lansera Dexa ODF i Europa, USA och Asien. Försäljningsvärdet i apoteksledet av Dexa ODF väntas uppgå till 71 MEUR i EU och USA. Detta baseras på att 3 % av den totala befolkningen i EU och USA bedöms få akuta allergiska reaktioner. Vid 2 filmer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

ESTIMERAD
MARKNADSANDEL
OM 10 %

AcuCort estimeras omsätta 202,2 MSEK 2027E, när produktlivscykeln har mognat i EU, USA och Asien.

Estimerad omsättning för AcuCort mellan 2018 och 2035

MSEK



Analyst Groups prognos

Intäxtsandelar inom de olika partneravtalen

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

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELL PROGNOSS

FÖRSÄLJNING
VÄNTAS BÖRJA I EU
UNDER Q3-20

10 %
ESTIMERAD
MARKNADSANDEL

Milstolpsintäkter väntas uppgå till 13,4 MSEK

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

Milstolpsbetalningar	2019E	2020E	2021E
Belopp	2,1 MSEK	7,5 MSEK	3,8 MSEK

Kostnadsprognos

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

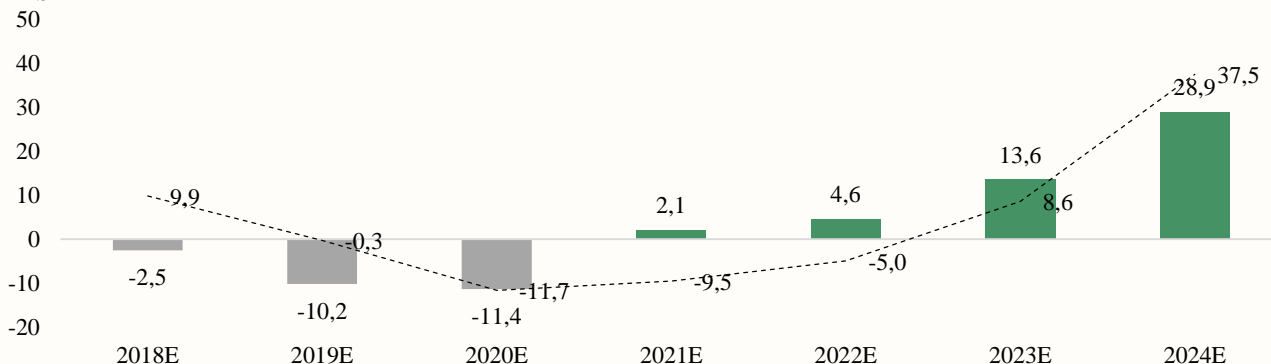
Då Bolaget outsourcar tillverkningen väntas de inte behöva investera i någon tillverkningsanläggning eller personal relaterad till detta, vilket bidrar till ett bättre kassaflöde i en tidigare fas. AcuCorts största rörelsekostnader antas vara hänförliga till distributionsavtal. I ett distributionsavtal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

Kapitalanskaffning under H2 2019 nödvändig

Med hänsyn till nuvarande *burn rate* och patentprocesser, ansökan om läkemedelsgodkännande, sonderingsprocesser med kontraktintressenter och uppskalning av personal väntas AcuCort införskaffa externt kapital under H2 2019. Analyst Group antar en företrädesemission omkring 17 MSEK. Med en kapitalanskaffning i den storleken stärker Bolaget sin kassa och antas ha tillräcklig likviditet för att skala upp verksamheten. Vad AcuCorts aktie värderas till vid emissionsstillfället kommer avgöra hur många aktier Bolaget måste emittera. En högre aktiekurs skulle innebära att färre aktier måste emitteras, medan en lägre aktiekurs skulle innebära att fler aktier skulle behövas emitteras. Vad aktiekursen står i vid det antagna emissionsstillfället går inte att säga. För den finansiella modellen antas emissionskursen till senast betalda kurs (2018-11-13). Det är ett implicit antagande att nuvarande aktiekurs kommer konsolideras och inte röra sig. Den här analysen, och tillhörande räkneexempel, kommer således löpande uppdateras utifrån rådande aktiekurs, vilket i sin tur påverkar kapitalstrukturen i AcuCort och värderingen. Avslutningsvis kan det sägas att det är ett konservativt antagande då en modell baserad på högre aktiekurs hade "gynnat" värderingen till följd av lägre utspädning.

AcuCort väntas behöva ett kapitaltillskott om cirka 17 MSEK under H2 2019.

Kassaflöde (staplar) och kassa (linje) H2 2018E-2024E
MSEK



Analyst Groups prognos

VÄRDERING

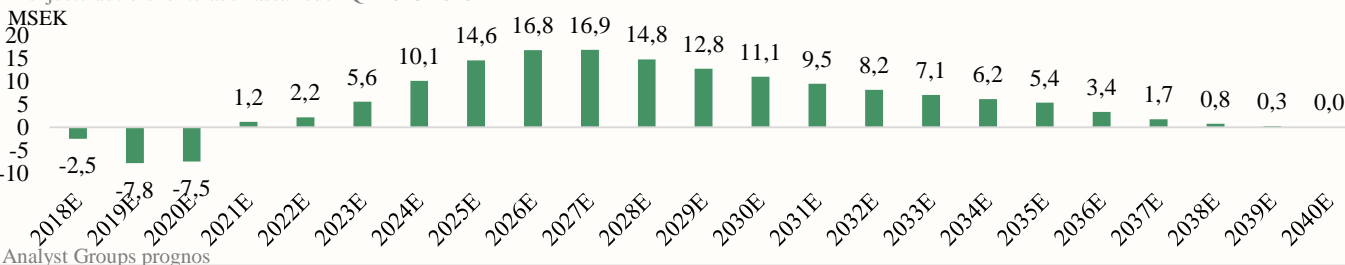
Värdet av de riskjusterade kassaflödena uppgår till 135 MSEK

För att värdera AcuCort har en rNPV-modell applicerats, där Bolagets framtida kassaflöden har justerats för risken i de kliniska studierna som nu pågår. Kassaflödena riskjusteras då risken i läkemedelsutvecklingen ska kunna prisas in i bolagsvärdet, där de framtida kassaflödena multipliceras med viktade sannolikheter. Analyst Group bedömer sannolikheten för att Dexa ODF når ett läkemedelsgodkännande till 70 % (se appendix för känslighetsanalys). Detta antagande görs till följd av att det finns faktorer som gör att produkten har en högre sannolikhet att nå godkännande, jämfört med andra kandidater. Dexa ODF är grundat i ett läkemedel som redan finns på marknaden sedan länge, samt att Bolaget redan genomfört en snarlik studie med goda resultat. Skillnaden från den tidigare studien är nu att de filmer som testas är producerade i en marknadsmässig storlek. Därav bedöms sannolikheten för ett läkemedelsgodkännande vara högre än vad historisk empiriska data och statistisk sannolikhet visar på. Med bakgrund i detta har en sannolikhet för godkännande av Dexa ODF om 70 % använts i rNPV-modellen.

Vidare har en diskonteringsränta om 15 % antagits.³ Den speglar avkastningskravet och de risker i Bolaget som inte är relaterade till godkännande. Dessa risker är främst relaterade till Bolagets storlek och risken i affärsmodellen med samarbetspartners, som innebär att hur lyckosam försäljningen av Dexa ODF blir beror på externa tredjeparter. Samarbetspartners måste besitta bred kompetens samt vara villiga att satsa de resurser som krävs för att nå den potential Dexa ODF besitter. Om Bolaget skulle hamna i ett dysfunktionellt partnerskap skulle det kunna hämma försäljningspotentialen och således Bolagets värdering.

Riskjusterat nuvärde om 135 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 10,9 SEK.

Riskjusterade diskonterade kassaflöden Q4 2018-2040E



Med en sannolikhet för läkemedelsgodkännande om 70 % och en diskonteringsfaktor om 15 % ges ett riskjusterat nuvärde om ca 10,9 SEK per aktie. Hänsyn har då tagits till den prognostiserade utspädningen vid en uppskattad kapitalanskaffning om ca 17 MSEK under H2-19.

Jämförelse med alternativinvesteringar

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

Bolag	Kassa (MSEK)	Omsättning (LTM, MSEK)	Nettoreultat (LTM, MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Karessa	32,1	0,0	-15,6	50
Klaria	8,3	2,3	-13,7	304
AcuCort	14,4	0	-10,1	65

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

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

Genom en jämförelse med alternativinvesteringar gentemot AcuCort kan rimligheten i rNPV-modellen testas. Vid jämförelse med Karessa och Klaria går det att se skillnader i respektive bolags finanser, där en väsentlig skillnad är att Klaria har erhållit milstolpsintäkter. Vidare finns även en skillnad i bolagens adresserbara marknad, som motiverar ett högre börsvärde för Klaria, samtidigt som Karessa och AcuCort agerar på marknader med liknande storlek (35 mdSEK respektive 3,4 mdUSD). Med hänsyn till att AcuCort har en relativt kort tid till marknaden anses rNPV-värderingen, som ger ett riskjusterat nuvärde om 135 MSEK, vara rimlig.

10,9 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO
(RNPV-
VÄRDERING)

 **KARESSA**


KLARIA

BULL & BEAR

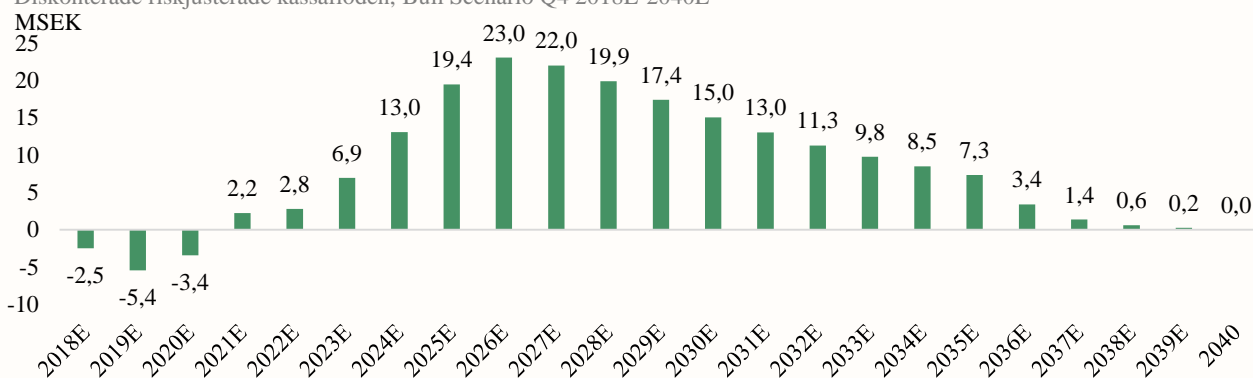
Bull Scenario

I ett Bull scenario antas en marknadspenetration om 15 %, jämfört med 10 % i Base scenariot. Bolaget har gjort studier som visar på att 9 av 10 allmänläkare skulle förskriva Dexa ODF till sina patienter om läkemedlet fanns på marknaden, vilket gör att denna högre nivå av marknadspenetration skulle vara möjlig. I detta scenario skapas en sorts snöbollseffekt, som driver ytterligare tillväxt. Till följd av att läkare och patienter blir allt mer exponerade mot produkten i takt med att försäljningen tilltar börjar allt fler enheter av Dexa ODF förskrivas, vilket gör att tillväxten tilltar. Vidare lyckas Bolaget skriva gynnsamma avtal med sina samarbetspartners, vilket gör att milstolpsbetalningarna motsvarar 30 % av peak sales, i jämförelse med 25 % i Base scenariot, vilket gör att en lägre kapitalanskaffning under H2-19 om ca 11 MSEK istället antas. Detta ger ett nuvärde genom en rNPV-värdering om 236 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om ca 20,0 SEK.

20,0 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO
(RNPV-
VÄRDERING)

Riskjusterat nuvärde om 236 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 20,0 SEK.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bull Scenario Q4 2018E-2040E



Analyst Groups prognos

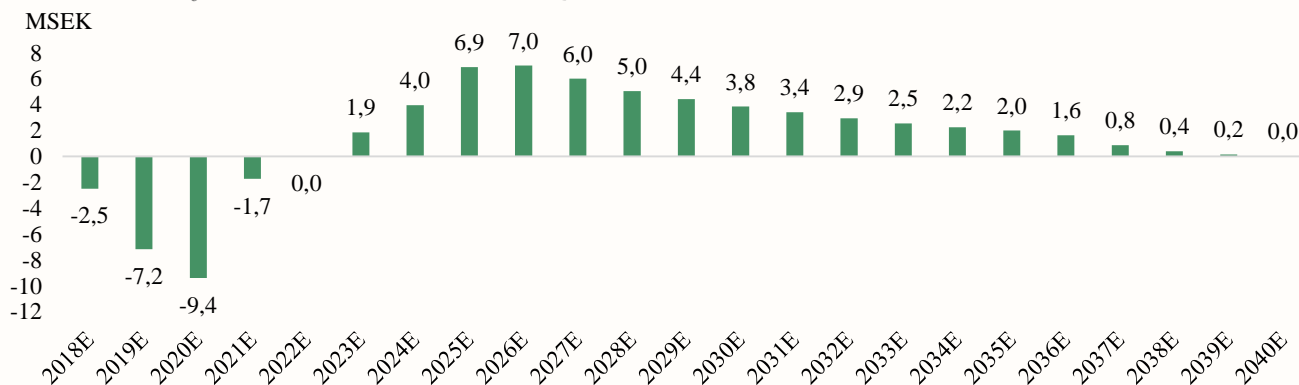
Bear Scenario

I ett Bear scenario antas en marknadspenetration om 4 %. Försöken med att hitta rätt samarbetspartners går sämre, och Bolaget får svårt att hitta partners som är villiga att spendera de resurserna som krävs för att Dexa ODF ska kunna nå sin fulla försäljningspotential. Detta gör att marknadsdebuten, även fast den antas starta samtidigt som i övriga scenarion, får ett kallt mottagande och tillväxten blir därav betydligt lägre än i övriga scenarion. Med samarbetspartners som inte är villiga att satsa fullt ut på produkten antas inte heller AcuCort generera några milstolpsbetalningar. Detta gör att Bolaget måste genomföra en större kapitalanskaffning vilket resulterar i högre utspädning. Totalt antas Bolaget behöva emittera aktier motsvarande ca 30 MSEK innan organiskt positiva kassaflöden kan nås. Med bakgrund i detta ges ett nuvärde genom en rNPV-värdering om 45 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om ca 3,1 SEK.

3,1 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO
(RNPV-
VÄRDERING)

Riskjusterat nuvärde om 45 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 3,1 SEK.

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bear scenario Q4 2018E-2040E



Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE



Mats Lindfors, VD

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

Aktieinnehav: 13 000 aktier och 120 000 köpoptioner år 2020.



Ebba Fåhraeus, Styrelseordförande

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

Aktieinnehav: Äger inga aktier.



Anna Eriksrud, Styrelseledamot

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

Aktieinnehav: 6 500 aktier.



Göran Kvist, Styrelseledamot

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

Aktieinnehav: 45 000 aktier via TQ Kvalitetskonsult.



Lennart Bruce, Styrelseledamot

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

Aktieinnehav: 73 000 aktier och ytterligare 15 000 via Viken Pharma.



Alexandra Johnsson, Styrelseledamot

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

Aktieinnehav: Äger inga aktier.



Daniel S. Olsson, Styrelseledamot

Master of Science 2008. Legitimerad läkare 2012, Medicine Doktor 2014, Docent 2018. Arbetar som läkare och forskare vid endokrinologiska enheten vid Sahlgrenska Universitetssjukhuset i Göteborg. Olsson är partner i P.U.L.S. AB och har medverkat i ett flertal advisory boards för större läkemedelsbolag.

Aktieinnehav: 11 430 aktier.

VD-INTERVJU, MATS LINDFORS



Ni har nu släppt er tredje kvartalsrapport för året. Vad är du mest nöjd med? Om du fick nämna tre saker som kunde förbättrats, vad hade det varit?

Jag är väldigt nöjd med alla de viktiga milstolpar vi har uppnått i utvecklingsplanen t.ex. tillverkning och frisläppning enligt god tillverkningssed. Efter rapportperiodens utgång har vi dessutom fått såväl positiv feedback från FDA som prövningstillstånd för vår första bioekvivalensstudie. Givetvis är jag också mycket nöjd med intresset och teckningsgraden i vår nyemission.

Förbättringsområden finns förstås alltid men det är svårt att nämna något i en period där så mycket har utvecklats så bra och helt enligt plan. Jag skulle klart önska att vi var ännu längre fram i vår utvecklingsplan och ännu närmare kommersialisering.

Kan du ge oss en uppdatering kring hur studierna med Quinta-Analytica går, utöver det som står i rapporten?

Jag kan säga att vi känner stor tillförsikt för genomförandet och att den första studien planeras rapporteras innan årsskiftet. Vi kommer att genomföra studierna sekventiellt så att vi lär av resultaten från den första innan vi går vidare med den andra och tredje studien.

Vad skulle du säga kommer vara de största kostnaderna för verksamheten på kort sikt?

Under fjärde kvartalet och första kvartalet 2019 så är kostnaderna för de tre bioekvivalensstudierna störst.

Er affärsmodell är ju att nå marknaden via samarbetspartners, kan du berätta lite mer om hur arbetet fortgår med att knyta sådana partnerskap?

Jag deltog nyligen på den årliga BIO-Europe konferensen där företag träffas i en typ av speed-dating möten där man diskuterar samarbetsmöjligheter. Liksom i möten med investerare, läkare och allergiker så möter jag stort intresse för DEXA ODF bland potentiella partnerföretag. Jag har nu ett antal intressanta leads från mötena att följa upp på.

AcuCort går nu in i en intressant period, med många saker som händer. Vad ser du fram emot främst under det kommande kvartalet?

Framförallt ser jag framemot rapporten från den första bioekvivalensstudien.

Ni har tidigare nämnt att ni vill sälja DEXA ODF genom samarbetspartners. Vilka fördelar ser du med denna strategi, och kan du exemplifiera hur ett samarbete hade kunnat se ut?

Fördelarna med samarbetspartners är att utnyttja den existerande kunskap och de resurser som redan finns för att lansera DEXA ODF och bearbeta läkare och patientorganisationer. Skulle AcuCort själv bygga upp en motsvarande organisation skulle det kosta mycket pengar ta mycket tid och innebära högre risker.

Ett exempel på hur det skulle kunna se ut är att vi samarbetar med ett företag i en viss region av länder eller t.ex. USA som är specialiserat på allergi där DEXA ODF kan komplettera och förstärka det företagets produktportfölj. Ett avtal kan baseras dels på licensavtal alternativt distributörsavtal.

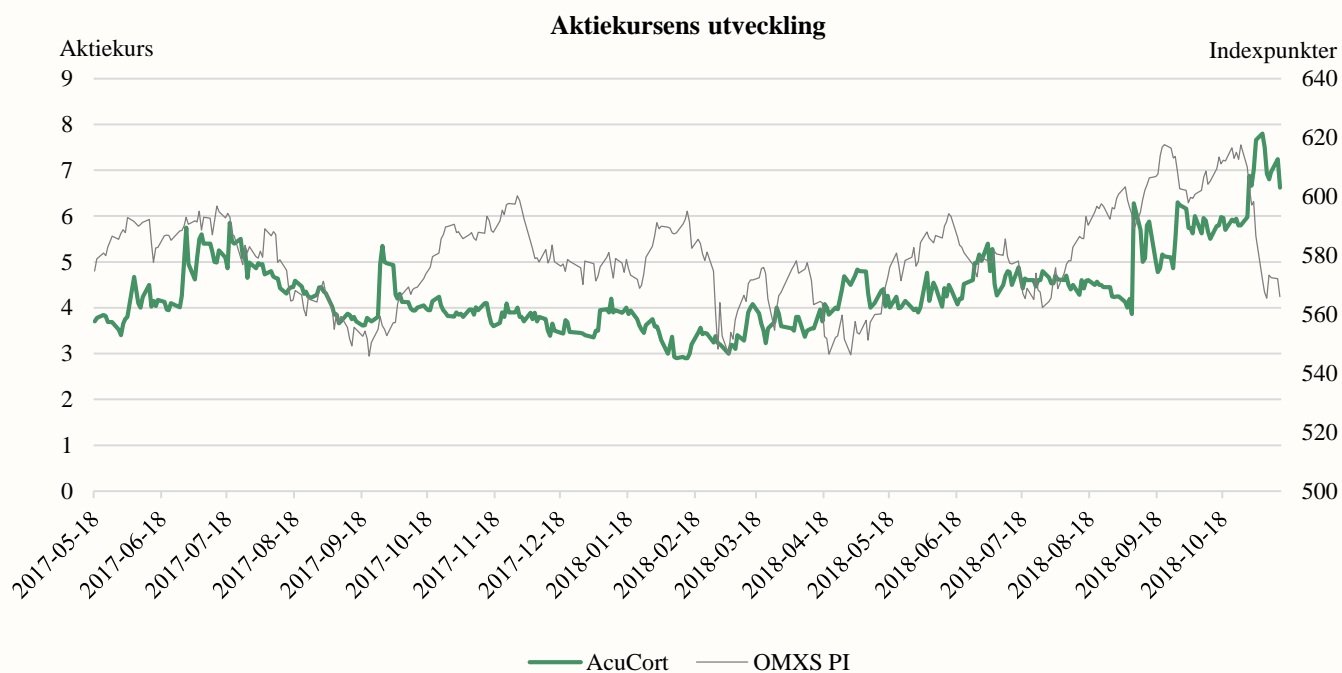
Om 5 år, vart ser du att AcuCort är då?

AcuCorts vision är att Bolagets produkt DEXA ODF ska bli globalt kommersialiserad och väl integrerad i behandlingsterapier vid akuta allergiska reaktioner och vid viral krupp hos barn, samt ha nått bred användning inom illamående och kräkningar från cellgiftsbehandling. Om 5 år vill vi ha kompletterat portföljen med ytterligare minst en produkt som uppfyller kriterierna; smart produkt, baserad på existerande aktiva substanser och som har kort tid till marknadsgodkännande.

Kan du nämna tre anledningar till varför AcuCort är en bra investering idag?

- Möjlighet att få ett marknadsgodkännande för DEXA ODF redan under sista kvartalet 2019. Det är möjligt eftersom vi arbetar med redan godkända och väldokumenterade substanser.
- DEXA ODF erbjuder en mängd unika patientfördelar för allergiker jämfört med nuvarande behandlingsmetoder.
- Allergimarknaden är stor och växer snabbt.

APPENDIX



MSEK	2016	2017	12 mån. rullande
Nettoomsättning	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	0	0	0
Rörelsekostnader	-1,9	-4,7	-10,1
EBIT	-1,9	-4,7	-10,1
Ränteintäkter och liknande poster	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader och liknande poster	-0,0	-0,0	-0,0
EBT	-1,9	-4,7	-10,0
Skatt	0	0	0
Periodens resultat	-1,9	-4,7	-10,0

APPENDIX

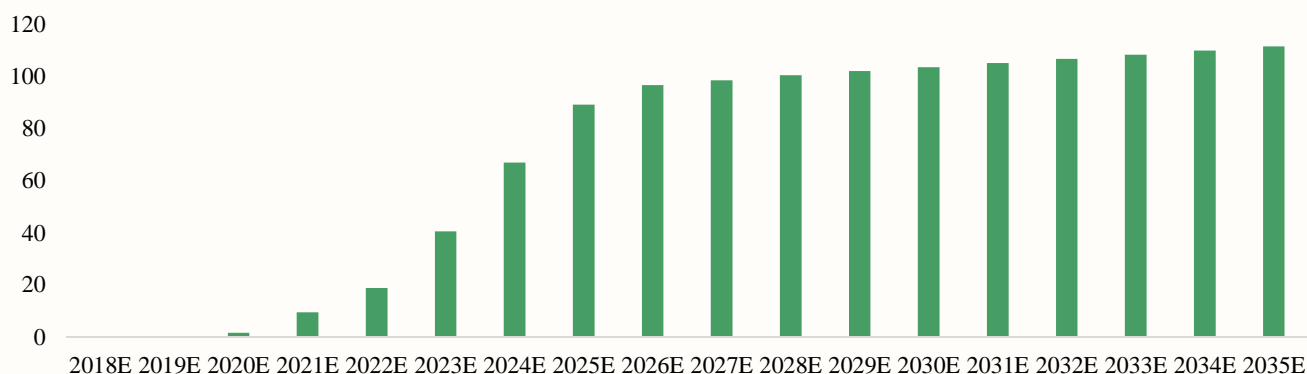
Base scenario (MSEK)	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	0	2,1	8,9
Bruttokostnader	0	0	-0,4
Bruttoresultat	0	2,1	8,5
<i>Bruttomarginal</i>	n.a	100 %	95 %
Rörelsekostnader	-12,6	-12,0	-13,5
EBIT	-12,6	-9,9	-5,0
<i>EBIT-marginal</i>	n.A	-472 %	-56 %
Skatt	0	0	0
Periodens resultat	-12,6	-9,9	-5,0
Base scenario (MSEK)	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	15,8	30,6	62,0
Bruttokostnader	-3,6	-9,2	-18,6
Bruttoresultat	12,2	21,4	43,4
<i>Bruttomarginal</i>	77 %	70 %	70 %
Rörelsekostnader	-12,6	-17,6	-25,6
EBIT	-0,4	3,8	17,8
<i>EBIT-marginal</i>	-3 %	12 %	29 %
Skatt	0	-0,8	-3,9
Periodens resultat	-0,4	2,9	13,9
Base scenario (MSEK)	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	109,9	159,8	191,0
Bruttokostnader	-33,0	-47,9	-57,3
Bruttoresultat	76,9	111,9	133,7
<i>Bruttomarginal</i>	70 %	70 %	70 %
Rörelsekostnader	-37,1	-46,3	-45,3
EBIT	39,8	65,6	88,4
<i>EBIT-marginal</i>	36 %	41 %	46 %
Skatt	-8,8	-14,4	-19,4
Periodens resultat	31,0	51,2	68,9

APPENDIX

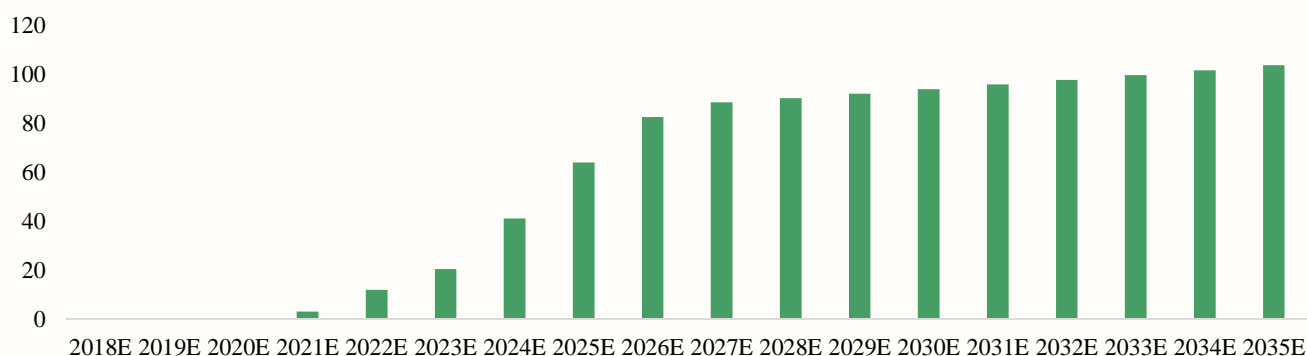
Diskonteringsränta

Värde per aktie	13%	14%	15%	16%	17%
50%	9,6	8,7	8,0	7,3	6,6
60%	11,4	10,3	9,4	8,6	7,8
70%	13,2	11,9	10,9	9,9	9,0
80%	15,0	13,6	12,3	11,2	10,2
90%	16,7	15,2	13,8	12,5	11,4

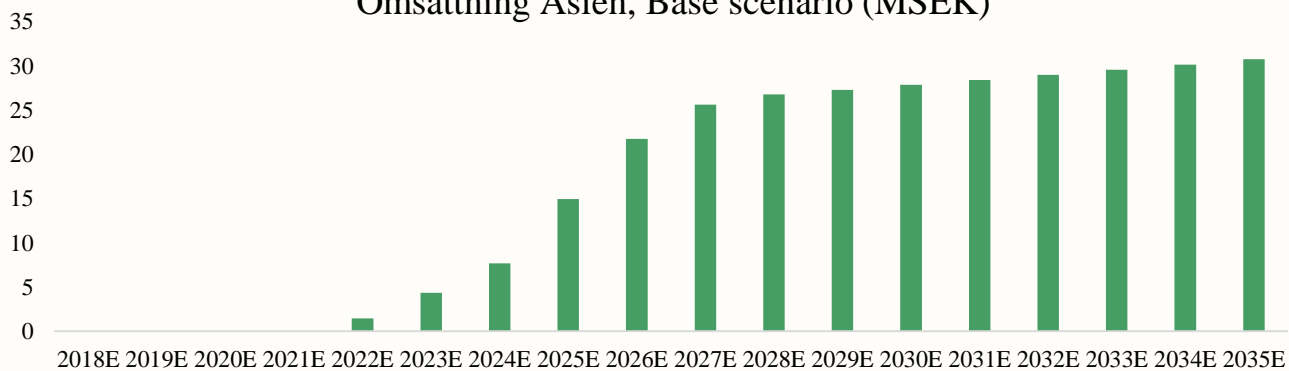
Omsättning Europa, Base scenario (MSEK)



Omsättning USA, Base scenario (MSEK)



Omsättning Asien, Base scenario (MSEK)



DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

Övrigt

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

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

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2017
WWW.ANALYSTGROUP.SE