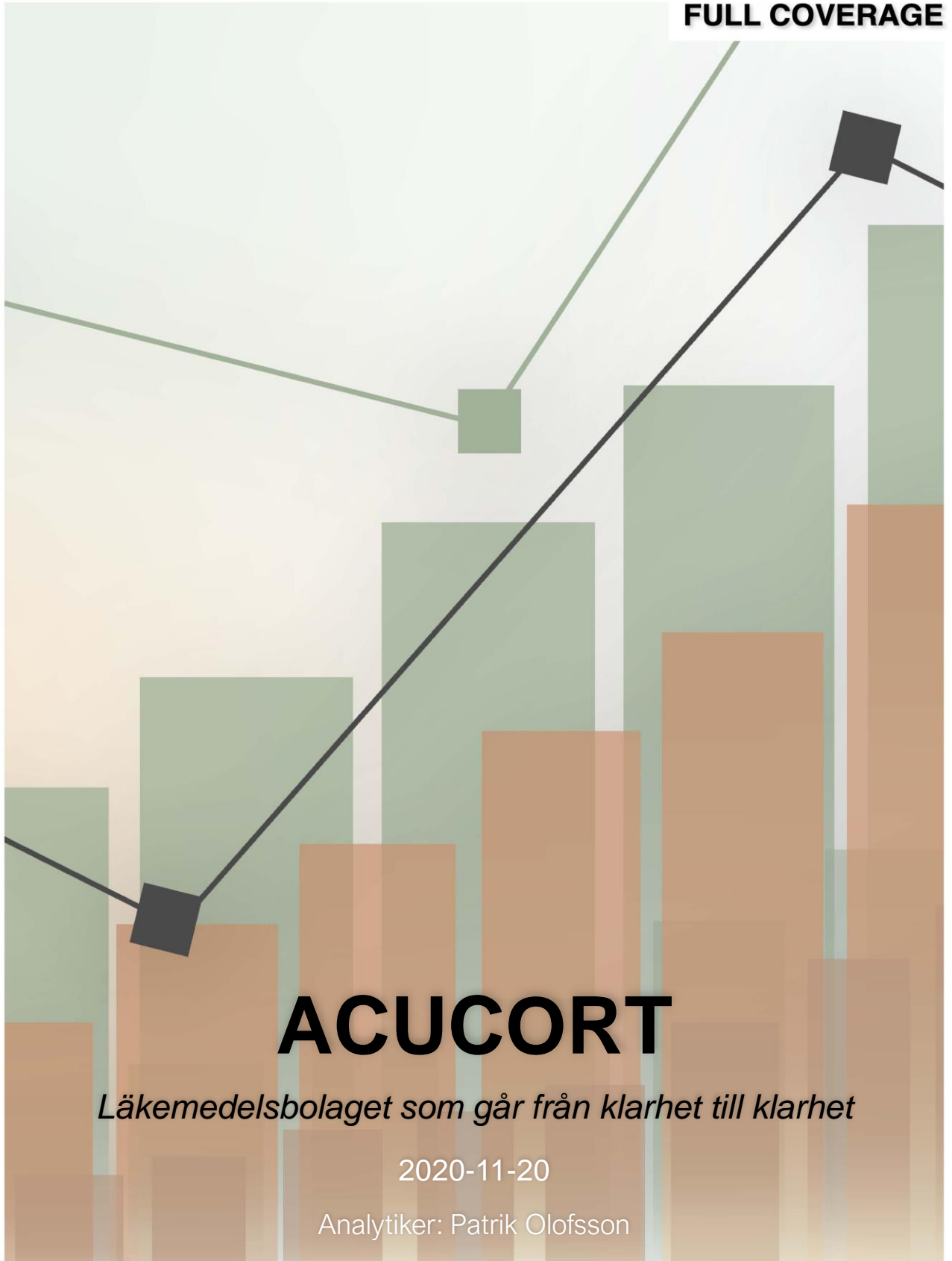


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



**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 analys. 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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

# INNEHÅLL

---

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

---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q3-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-10
Värdering	11
Bull & Bear	12
VD-intervju, Jonas Jönmark	13
Ledning & styrelse	14
Appendix	15
Disclaimer	16

# ACUCORT AB (ACUC)

LÄKEMEDELSBOLAGET SOM GÅR FRÅN KLARHET TILL KLARHET



ISICORT® erhöj under oktober marknadsgodkännande från svenska Läkemedelsverket, varpå förberedelser för kommersialiseringsfasen nu pågår för fullt. Parallellt avser AcuCort att ansöka om vidare godkännande inom EU, och har dessutom i samråd med FDA i USA identifierat en regulatorisk strategi för ett godkännande på den amerikanska marknaden. I vår bok går AcuCort från klarhet till klarhet, samtidigt som Bolagets likvida medel utgör en fortsatt trygghet i balansräkningen. Med hänsyn till godkännandet från Läkemedelsverket har vi i samband med Q3-rapporten valt att justera upp vårt värderingsintervall. Genom en rNPV-värdering ges ett riskjusterat potentiellt nuvärde om ca 157 MSEK, motsvarande 8 kr (6) per aktie, i ett Base scenario.

## Erhållet godkännande av Läkemedelsverket

Under oktober 2020 stod det klart att Läkemedelsverket i Sverige givit ISICORT marknadsgodkännande, ett besked som vi i vårt Base scenario räknade med skulle komma först mot slutet av Q4-20 men som nu levererades ett par veckor tidigare. Förberedande aktiviteter pågår nu för marknadsanslag i Sverige, bl.a. sammanställning av en nationell pris- och subventionsansökan, förberedelser för kommersiell produktion och logistik samt implementering och godkännande av ett uppdaterat kvalitetssystem som möjliggör partihandelstillstånd. Vi kommer följa noga hur detta arbete fortlöper och vad som kan komma att kommuniceras från AcuCort, då nämnda faktorer styr när en aktiv försäljning av ISICORT kan påbörjas i Sverige.

## Pågående diskussioner med samarbetspartners

AcuCort har meddelat att det pågår fortlöpande dialoger med potentiella framtida partners som tillsammans med AcuCort kan ansvara för försäljning och marknadsföring av ISICORT på de lokala marknaderna. Ett eventuellt samarbete skulle kunna utgöra en potentiellt stark värde drivare i aktien under kommande tolv månader.

## Fortsätter bearbeta EU och USA

AcuCort avser att ansöka vidare om godkännande inom EU genom den s.k. *Mutual Recognition Procedure* (MRP). AcuCort har även i samråd med FDA identifierat en regulatorisk strategi för ett godkännande i USA. Regulatoriska framgångar inom EU och USA kan ses som ytterligare tänkbara ”triggers” i aktien.

## Höjer vårt värderingsintervall

ISICORT har fått godkänt av Läkemedelsverket och står nu närmare marknaden än någonsin förr, samtidigt som AcuCort för tillfället värderas till omkring 118 MSEK (Market Cap). Med tanke på ISICORT:s produkt-egenskaper, närheten till marknaden och AcuCorts finansiella ställning idag, kan det argumenteras för att det borde finnas utrymme för högre värderingsnivåer i aktien. I samband med Q3-rapport har vi därför valt att höja vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull- och Bear.

## AKTIEKURS | 6,0 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL (rNPV-VÄRDERING)<sup>1</sup>

**BEAR**  
3,0 kr

**BASE**  
8,0 kr

**BULL**  
12,0 kr

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

ACUCORT AB			
Senaste betalt (2020-11-19) (SEK)	6,0		
Antal Aktier (st.)	19 596 532		
Market Cap (MSEK)	117,6		
Nettoskuld (+) / Nettokassa (-) (MSEK)	-26,1		
Enterprise Value (EV) (MSEK)	91,5		
V.52 prisintervall (SEK)	2,15 – 9,00		
UTVECKLING			
1 månad	-7,0 %		
3 månader	+39,6 %		
1 år	+138,9 %		
YTD	+177,8 %		
HUVUDÄGARE (HOLDINGS PER 2020-09-30)			
Aqilion AB	25,9 %		
Avanza Pension	6,7 %		
Berne Gilbert Okdahl	4,2 %		
Göran Öfsén	2,6 %		
Nordnet Pensionsförsäkring	2,4 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Jonas Jönmark		
Styrelseordförande	Ebba Fähræus		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport Q4 2020	2021-02-18		
RESULTATRÄKNING			
	2017	2018	2019
Totala intäkter (MSEK)	0	0	0
<b>Bruttoresultat (MSEK)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	n.a.
Rörelsekostnader (MSEK)	-4,7	-6,2	-8,4
<b>EBITDA (MSEK)</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>-8,4</b>
EBITDA-marginal	n.a.	n.a.	n.a.
P/S	n.a.	n.a.	n.a.
EV/S	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.

# KOMMENTAR Q3-20

Q3-rapporten i sig innehöll inte några större överraskningar och var väl i linje med våra förväntningar. Vi upplever att AcuCort befinner sig i en verksamhetsmässigt stark trend, där organisationen har tagit flera kliv framåt under det senaste halvåret där viktiga milstolpar har uppnåtts. Om AcuCort kan exekvera sin lagda strategi för kommersialisering av ISICORT, parallellt med marknadsgodkännande på fler marknader, anser vi att det finns en fortsatt god uppsida i aktien från dagens nivåer.

## Närliggande värde drivare och triggars:

- Uppdatering kring processerna för pris- och subventionsansökan, förberedelser för kommersiell produktion och logistik samt implementering och godkännande av ett uppdaterat kvalitetssystem som möjliggör partihandelstillstånd.
- Uppdateringar kring ansökningsprocesser om marknadsgodkännande för ISICORT på fler marknader.
- Eventuell kommunikation gällande de dialoger som redan pågår med potentiella framtida partners som tillsammans med AcuCort kan ansvara för försäljning och marknadsföring av ISICORT.
- En ytterligare potentiell värde drivare som inte ska glömmas bort är att forskare tidigare i år upptäckte att kortisonsubstansen dexametason, vilken AcuCorts produkt ISICORT är baserad på, kan reducera dödlighetsgraden bland personer smittade av Covid-19. Exakt vilken väg detta kan ta för AcuCort och vilken möjlighet som finns att söka indikation för Covid-19 för ISICORT, är för tidigt att säga, men likväl en intressant punkt i den långsiktiga investeringsidén.

FLERTAL  
TÄNKBARA  
TRIGGERS

2 ÅR  
STABILITETS-  
DATA

FRÅN  
KLARHET  
TILL  
KLARHET

En viktig parameter som nämns i rapporten är att ISICORT har uppnått två års stabilitetsdata, vilket innebär att ISICORT® klarar av minst två års lagerhållbarhet. Detta är en minst sagt stor fördel, och av yttersta vikt, inför den kommande kommersialiseringen.

Världen har under året blivit en annorlunda plats, men AcuCort går till synes från klarhet till klarhet och checkar enligt Analyst Group av delmål efter delmål. Vägen mot kommersialisering känns väl utstakad där AcuCort verkar ha en klar och tydlig uppfattning om vad de måste göra för att lyckas fortsätta leverera värde till aktieägarna. Vi ser fortsatt positivt på AcuCort och i samband med Q3-rapporten väljer vi att revidera upp vårt tidigare värderingsintervall, där bl.a. ett marknadsgodkännande från Läkemedelsverket som kom tidigare än väntat ligger till grund.

Värderingsintervall	Före Q3-20	Efter Q3-20	Förändring
Base scenario (per aktie)	6,0 kr	<b>8,0 kr</b>	+2 kr/aktie
Bull scenario (per aktie)	9,0 kr	<b>12,0 kr</b>	+3 kr/aktie
Bear scenario (per aktie)	2,0 kr	<b>3,0 kr</b>	+1 kr/aktie

# INVESTERINGSIDÉ

**9 AV 10**  
**ALLMÄNLÄKARE I**  
**EUROPA SKULLE**  
**FÖRSKRIVA**  
**ISICORT**

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

## Produkt med tydliga patientfördelar talar för framtida tillväxt

ISICORT ger flera fördelar jämfört med kortisonläkemedel som idag finns på marknaden. Med dagens allergiläkemedel krävs ofta flera tabletter som löses upp i vatten, för att sedan intas. ISICORT är en film som läggs på tungan som sedan löses upp med saliv och en film ger en tillräckligt stark dos för att motverka den allergiska reaktionen. Förpackningen är ungefär lika stor som ett visitkort, vilket gör att den alltid finns tillgänglig (t.ex. i en plånbok) när den svåra och akuta allergiska reaktionen uppstår. Genomförda marknadsstudier visar att 9 av 10 allmänläkare i Europa skulle förskriva ISICORT till sina patienter om läkemedlet fanns tillgängligt.<sup>1</sup> Att ISICORT erbjuder så tydliga patientfördelar jämfört med dagens alternativ tyder på att AcuCort, vid ett godkännande, har goda möjligheter att ta marknadsandelar från de ledande aktörerna på marknaden. Vidare finns även alternativa användningsområden för produkten, något som anses som ytterligare potentiella värde drivare i investeringscasen. Framst skulle alternativa användningsområden kunna vara behandling av barnkrupp och vid illamående och kräkningar från kemoterapi, även veterinära ändamål är 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 AQLION AB som nu har två 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. Jonas Jönmark, VD sedan augusti 2020, har omfattande bransch erfarenhet och har bl.a. en bakgrund av att ha arbetet med internationella produkt lanseringar, etablering av sälj- och distributionskanaler och kommersiella partnerskap, erfarenheter som kommer väl till hands för att ett bolag ska lyckas kommersialisera en läkemedelsprodukt. Sammantaget väntas AcuCorts mångfacetterade kompetens vara avgörande för Bolagets utveckling då de har kort tid till marknad och har kommit en bra bit i nödvändiga processer och förhandlingar.

## Estimerad försäljningspotential av ISICORT

Drygt 20 % av den globala befolkningen lider av någon sorts allergi. Den globala allergi-marknaden bedöms ha uppgått till ca 31 mdUSD 2018/2019, med en tillväxt om 6-7 % per år. AcuCorts adresserbara marknad, glukokortoidmarknaden, bedöms uppgå till 3,4 mdUSD och väntas växa med 6 % per år fram till 2025. I EU och USA finns idag ca 830 miljoner människor, varav 3 % bedöms ha svår allergi med risk för svåra och akuta allergiska reaktioner. Givet en lyckad marknadslansering görs ett konservativt antagande om att varje patient i genomsnitt förskrivs två av Bolagets filmer per år, vilket skulle innebära en (1) förskriven förpackning per person vartannat år, som i vår finansiella modell periodiseras över två år. Med antagandet om en marknadsandel om 10 % ges då en försäljningspotential om ca 50 MEUR 2018/2019 om produkten hade funnits på marknaden idag. Med en årlig tillväxt om 6 %, ges ett försäljningsvärde i apoteksledet om 71 MEUR 2025, då väntas produktlivscykeln vara nära mogen fas i EU och USA. Notera att beroende på lanseringsstrategi kommer inte hela försäljningsvärdet tillfalla AcuCort. Vidare, som nämnt finns även potential inom alternativa områden, dessa har dock inte inkluderats i gjorda prognoser och värdering, och ses därmed som ytterligare optioner i Bolagets framtida intjäningspotential.

## Arbetet med USA-registrering fortsätter

AcuCort meddelade i början av november 2019 att de tillsatt en expertgrupp för att utvärdera resultaten av den andra studien för USA-marknaden, med icke-fastande deltagare, där bioekvivalens uppnåddes på två parametrar av tre. Under februari 2020 meddelade AcuCort en positiv syn på att utfallet i den andra bioekvivalensstudien för USA inte är ett hinder för att ansöka om marknadsgodkännande av ISICORT på USA-marknaden. Nyheten var minst sagt välkommen där expertgruppen bland annat presenterade handlingsalternativ för att möjliggöra registrering och kommersialisering av ISICORT på den amerikanska marknaden.

## Värderas till ett riskjusterat nuvärde om ca 157 MSEK

I ett Base scenario värderas AcuCorts potentiella framtida kassaflöden till ett riskjusterat nuvärde om 157 MSEK, motsvarande ca 6,0 kr per aktie. Värderingen om 157 MSEK kan ställas i relation till exempelvis Klaria (330 MSEK), ett bolag vars verksamhet och marknadspotential i vissa avseenden kan argumenteras för likna AcuCorts.

# BOLAGSBESKRIVNING

AcuCort är noterat på Spotlight Stock Market sedan april 2017 och utvecklar ISICORT®, ett kortisonbaserat läkemedel som kommer att kunna användas vid svåra och akuta allergiska reaktioner. I dagsläget är Bolagets främsta fokus att nå marknadsgodkännande och kommersialisera produkten inom Sverige, EU och USA. I Sverige gavs ett godkännande från Läkemedelsverket under oktober 2020.

## ISICORT

ISICORT består av det välanvända kortisonet dexametason, en kortisontyp som är ett utbrett allergiläkemedel världen över. Bolagets produkt är en liten film som läggs på tungan, som löses upp med saliv på 10-15 sekunder. Detta menar Bolaget är en överlägsen leverans av substansen till kroppen. Förpackningen för ISICORT är ungefär lika 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.

En stor del av marknaden idag består av tabletkartor, där patienten behöver lägga flertalet av dessa tabletter i ett glas vatten, vänta på att de löses upp, och sedan dricka. ISICORT är snabbare och enklare att använda, vilket innebär stora patientfördelar vid en akut allergisk reaktion. Förutom att ersätta nuvarande tablettbehandlingar, finns även potential att möta ett ännu inte uppfyllt patientbehov vilket kan öppna dörrar för nya marknader och således större försäljningspotential. Ytterligare tänkbara användningsområden för produkten som ligger närmast kan vara behandling av barn med allvarlig krupp och patienter som upplever illamående och kräkningar vid kemoterapi. 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.

## Affärsmodell

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

## Intäktmodell

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

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

Dessa två sätt innebär olika intäktandelar av priset som slutkund kan komma att betala. Licensiering antas av Analyst Group kunna ge omkring 15 % i royaltyintäkter samt milstolpsintäkter, och ett distributionsåtagande antas ge cirka 35 % i andel av priset mot slutkund.

## Kostnadsdrivare

AcuCorts primära kostnadsdrivare i dagsläget är sådana som är hänförliga till förberedelser för marknadsgodkännande studier. Under Q3-20 var de huvudsakliga kostnaderna, förutom Bolagets drift, hänförliga till regulatoriskt arbete och konsulter. Framgent väntas kostnaderna på kort sikt främst drivas av den fortsatta vägen mot registrering i EU och USA, samt förberedelser för kommersialisering i Sverige. På längre sikt kommer kostnadsstrukturen för Bolaget bero på vilka affärsrelationer som utvecklas med samarbetspartners.

## Strategisk utsikt

För att kunna skydda sin produkt genom distributionskedjorna har AcuCort patent på ISICORT. I dagsläget har Bolaget godkänt patent i 31 länder, och ansöker i fler. Patenten finns i två olika patentgrupper. Bolagets utmaning framgent blir, förutom att hantera regulatoriska processer, att sluta avtal med aktörer som har möjlighet att få ut ISICORT på marknaden i tillräckligt snabb takt. Då AcuCorts samarbetspartners uppgift kan bli att administrera distributionskanalerna till apoteksledet och bearbeta läkare och patientgrupper, är valet av partner avgörande för hur den potentiella försäljningen av ISICORT kan utvecklas.

VÄLKÄNT  
LÄKEMEDEL  
SÄNKER RISKEN  
VID ANSÖKAN  
OM  
GODKÄNNANDE

# MARKNADSANALYS

Den globala marknadsstorleken inom allergimedicin bedöms ha uppgått till 31 mdUSD 2018. EU bedöms stå för 37 % av marknaden, USA 34 %, Asien 17 % och resten av världen för 12 %. Marknaden estimeras växa med 6-7% årligen fram till 2025.

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

- **Milda allergiska reaktioner**

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

- **Anafylaktisk chock**

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

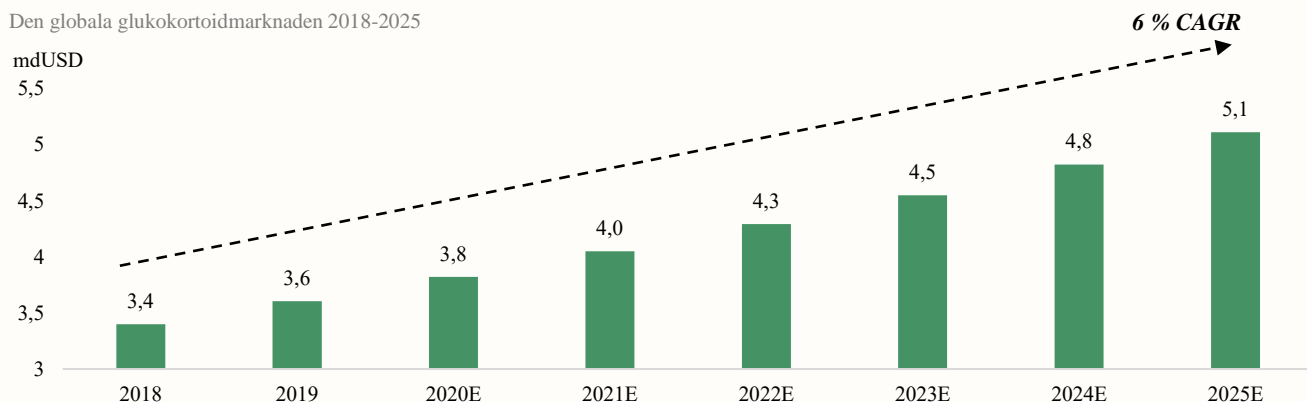
- **Svåra och akuta allergiska reaktioner**

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

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

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

Den globala glukokortoidmarknaden 2018-2025



Källa: AcuCorts emissionsmemorandum, 2018

## Estimerad marknadspotential för AcuCort

Den globala försäljningspotentialen för ISICORT inom allergimarknaden estimeras av Analyst Group uppgå till 88 MEUR 2025. Detta baseras på att det idag finns ca 830 miljoner människor i EU och USA där ca 3 % lider av svåra och akuta allergiska reaktioner. Det genomsnittliga priset på AcuCorts läkemedel antas av Analyst Group uppgå till 10 euro per enhet. Detta baseras på Bolagets tidigare guidning om att prisen kommer ligga mellan 8-15 euro per film. Prisen väntas vara högre i USA relativt i EU. Med det konservativa antagandet om att två filmer förskrivs per patient och år och produkten når 10 % av marknaden skulle detta ha gett en teoretisk försäljningspotential om ca 50 MEUR 2018, om produkten hade varit lanserad. Med en årlig tillväxt om 6 % fram till 2025 uppgår försäljningsvärdet av ISICORT i apoteksledet till ca 71 MEUR i EU och USA, då produkten i dessa regioner väntas vara nära mognadsfas. Baserat på den marknadsandel Asien står för och ett liknande resonemang som för USA och EU, prognostiseras ett adresserbart försäljningsvärde av ISICORT i Asien till 17 MEUR 2025. Därmed, i de finansiella prognoserna, beräknas ISICORTs totala försäljningsutrymme år 2025 uppgå till omkring 88 MEUR inom USA, EU och Asien.



# FINANSIELL PROGNOSE

## ISICORT estimeras nå den europeiska marknaden under 2021

AcuCort lämnade in sin ansökan om läkemedelsgodkännande i Sverige under Q3-19, och erhöll under februari 2020 svar, vilket såg lovande ut, varpå arbetet fortsatte för en registrering. Under oktober 2020 stod det klart att Läkemedelsverket i Sverige givit ISICORT marknads-godkännande, och att AcuCort avser att även ansöka vidare om godkännande inom EU genom den så kallade *Mutual Recognition Procedure* (MRP). AcuCort har även i samråd med den amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA identifierat en regulatorisk strategi för ett godkännande i USA. En FDA-ansökan har dock ännu inte lämnats in. Parallellt med EU- och USA-ansökningar pågår förberedande aktiviteter för marknadsöversättning i Sverige, där det är flera viktiga aktiviteter som behöver hanteras noggrant, bland annat sammanställning av nationell pris- och subventionsansökan, förberedelser för kommersiell produktion och logistik samt implementering och godkännande av ett uppdaterat kvalitetssystem som möjliggör partihandelstillstånd. Vidare har AcuCort meddelat att det pågår fortlöpande dialoger med potentiella framtida partners som tillsammans med AcuCort kan ansvara för försäljning och marknadsföring av ISICORT på de lokala marknaderna. Vissa av aktiviteterna är mer tidskrävande än andra, men sammantaget kan Bolaget konstatera att de hittills fortlöper utan förseningar. Majoriteten av patenten som Bolaget idag har sträcker sig till 2025, men med den patentgrupp som Bolaget nu har ansökt om, och fått beviljat av den europeiska samt kinesiska patentmyndigheten, estimerar vi att det ger 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

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

### ISICORT försäljningspotential

Givet ytterligare marknadsgodkännande inom EU och USA, samt senare även Asien, väntas AcuCort från 2021 till 2023 lansera ISICORT inom nämnda marknader, där starten förväntas bli Sverige under år 2021. Försäljningsvärdet i apoteksledet av ISICORT estimeras uppgå till 71 MEUR i EU och USA. Detta baseras på att 3 % av den totala befolkningen i EU och USA bedöms ingå i AcuCorts målgrupp vad gäller svåra och akuta allergiska reaktioner. Vid två filmer per person och år och en marknadsandel om 10 %, skulle försäljningspotentialen, om produkten funnits 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 estimeras den potentiella försäljningen av ISICORT i Asien kunna uppgå till omkring 17 MEUR. Vidare finns som nämnt innan även potential inom alternativa områden, dessa har dock inte inkluderats i prognoserna, men ses som optioner i Bolagets framtida intjäningspotential.

### Intäktsandelar inom de olika partneravtalen

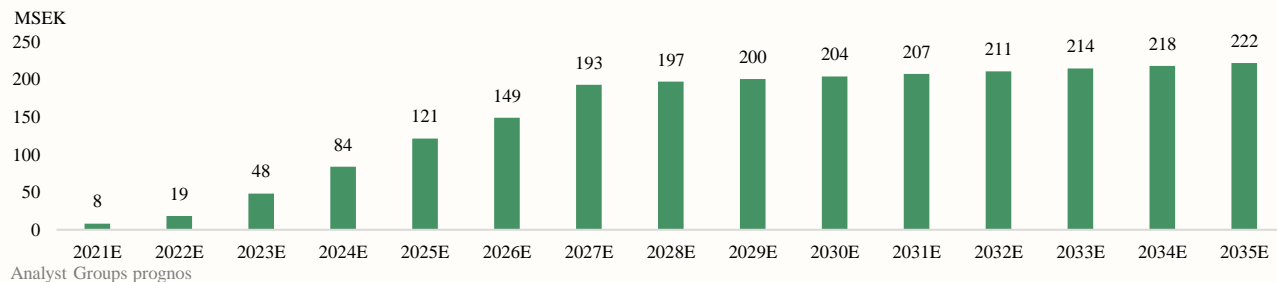
AcuCort antas kunna knyta både licensierings- och distributionsavtal med samarbetspartners. Dessa olika avtal innebär också olika andelar av försäljningsintäkterna. Vid ett licensieringsavtal erhåller Bolaget royalties från partnern. Andelen som går till AcuCort bedöms uppgå till 15 % av det slutliga 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 partnern, som fortsatt bearbetar läkare och patienter och tar produkten vidare till marknaden. Då distributionsavtalen kräver mer arbete från AcuCorts sida, antar Analyst Group en intäktsandel om cirka 35 %. Då Bolaget har kommunicerat att deras partneravtal kommer vara antingen licens- eller distributionsbaserade har antagandet gjorts att partneravtal kommer vara fördelade på 50 % licensavtal och 50 % distributionsavtal. Vidare finns även en klausul med en av Bolagets tidigare tillverkningspartners, LTS-Lohmann Therapie-system AG ("LTS"), som är samägare för de patent som AcuCort ansökte om 2017. Klausulen gör att LTS kommer få en ensiffrig procentandel av de intäkter AcuCort genererar från dessa patent, vilket Analyst Group antar uppgå till 5 %.

**10 %**  
ESTIMERAD  
MARKNADS-  
ANDEL

# FINANSIELL PROGNOSS

**AcuCorts intäktsdelar estimeras kunna överstiga 200 MSEK, när produktivcykeln har mognat i EU, USA och Asien.**

Estimerade intäkter AcuCort hänförliga till ISICORT 2021-2035E



## Milstolpsintäkter estimeras uppgå till 13 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 fem år efter marknads lansering i respektive område, då *peak sales* estimeras 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 ca 13 MSEK under 2021/2022.

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

Ett exempel på ett bolag som tecknat avtal om ett större belopp inom milstolpar är Klaria. Under januari 2019 tecknade bolaget ett avtal som potentiellt innebär totala milstolpsintäkter om 55,2 MUSD, vilket även medförde en lägre procentsats royalty än vad som är väntat för AcuCort. Under februari 2020 erhöll Klaria ett bidrag/milstolpsbetalning om 6,4 MSEK från EUs Horizon 2020-program.

## Kostnadsprognos

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

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

## Kapitalanskaffning genomfördes under september 2019

En företrädesemission genomfördes under Q3-19 vilken tillförde AcuCort ca 41 MSEK före emissionskostnader. Syftet med emissionen var att Bolaget behöver kapital för att fortsätta arbetet med kommersialiseringen av ISICORT. Emissionskostnaderna uppgick till ca 4 MSEK, vilket innebär att AcuCort erhölet en nettolikvid om ca 37 MSEK. Emissionen har bidragit till att AcuCort än idag per november 2020 är välfinansierade.

# VÄRDERING

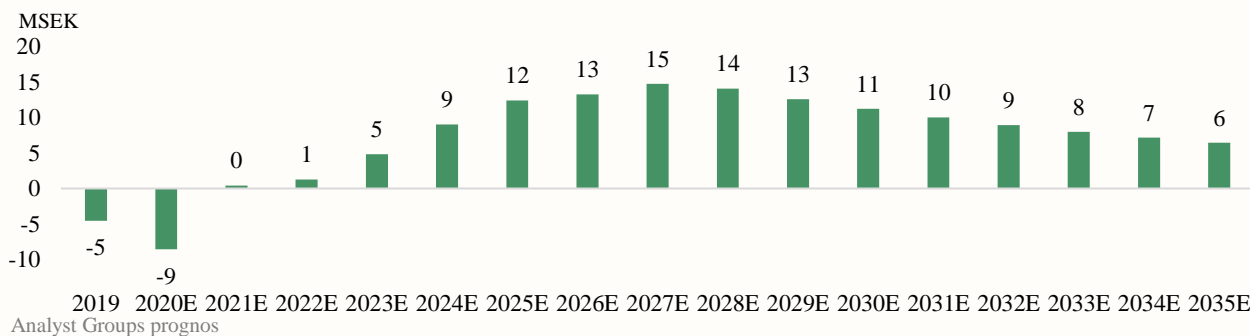
## Värdet av de riskjusterade kassaflödena

För att värdera AcuCort har en rNPV-modell applicerats, där Bolagets framtida kassaflöden har justerats för risken i pågående klinisk utveckling. Kassaflödena riskjusteras då risken i läkemedelsutvecklingen ska kunna prisas in i bolagsvärdet, där de framtida kassaflödena multipliceras med viktade sannolikheter. Med utgångspunkt i rapporterade utfall av bioekvivalensstudier tillämpas olika fördelningar mellan sannolikheterna för ett läkemedelsgodkännande beroende på marknad. Inom EU bedöms sannolikheten uppgå till ca 70 %, baserat på historisk data samt att nyligen erhållet marknadsgodkännande från Läkemedelsverket bidragit till en lägre riskbild.<sup>1</sup> Inom övriga områden, USA och Asien, bedöms sannolikheten uppgå till 50 % respektive 70 %.

Vidare har en diskonteringsränta om 13 % antagits. Den speglar avkastningskravet och de risker i Bolaget som inte är relaterade till godkännande. Dessa risker är främst relaterade till Bolagets storlek och risken i affärsmodellen med samarbetspartners, som innebär att hur lyckosam försäljningen av ISICORT blir beror på externa tredjeparter. Samarbetspartners måste besitta en bred kompetens samt vara villiga att satsa de resurser som krävs för att nå den potential ISICORT besitter. Om Bolaget skulle hamna i ett dysfunktionellt partnerskap skulle det kunna hämma försäljningspotentialen och således Bolagets värdering.

**Riskjusterat nuvärde om ca 157 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om cirka 8,0 SEK.**

Riskjusterade diskonterade kassaflöden inklusive kapitalanskaffning 2020-2035E



**8,0 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

Med en sannolikhet för läkemedelsgodkännande om 70 % (EU), 50 % (USA) respektive 70 % (Asien) och en diskonteringsränta om 13 % ges ett riskjusterat nuvärde om ca 8,0 SEK per aktie.

## Jämförelse med alternativinvesteringar

För att få en uppfattning om hur liknande bolag är värderade på börsen kan Klaria undersökas. Klaria verkar inom andra branscher, men vars leveransmetod (via film) är liknande, och kan därför anses ha en liknande marknadspotential inom sin bransch.

Bolag	Kassa (MSEK)	Omsättning (LTM, MSEK)	Nettoreultat (LTM, MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Klaria	31,2 <sup>2</sup>	0,3	-33,6	329,9 MSEK
AcuCort	26,1	0,0	-8,0	117,6

**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 över 7 mdUSD.

Genom en jämförelse med Klaria gentemot AcuCort kan rimligheten i rNPV-modellen testas. Med hänsyn till att AcuCort har en relativt kort tid till marknaden anses rNPV-värderingen, som ger ett riskjusterat nuvärde om 157 MSEK, vara rimlig.

<sup>1</sup> Clinical Development Success Rates 2006-2015, BIO.org

<sup>2</sup>Inklusive 11,4 MSEK via riktad emission under juli 2020.



# BULL & BEAR

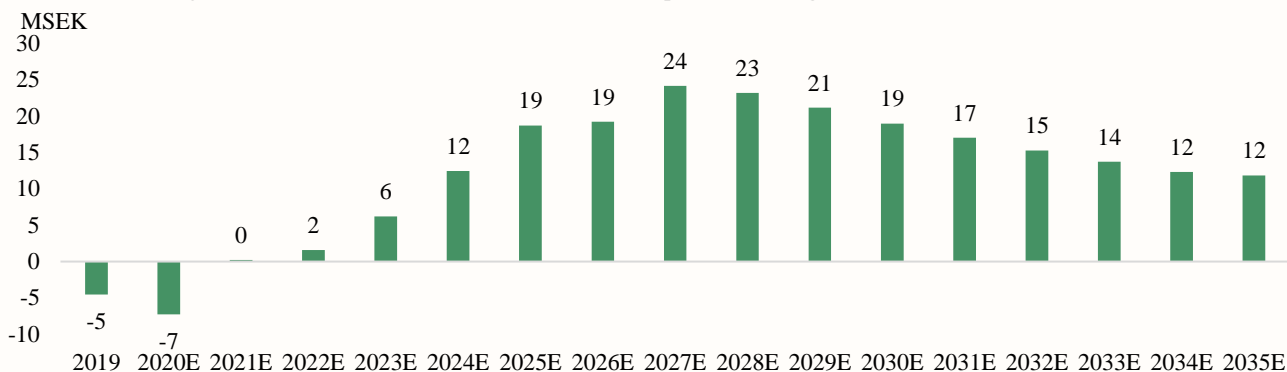
## Bull Scenario

I ett Bull scenario antas en marknadspenetration om 15 %, jämfört med 10 % som i tidigare presenterat Base scenario. AcuCort har gjort studier som visar på att 9 av 10 allmänläkare skulle förskriva ISICORT till sina patienter om läkemedlet fanns på marknaden, vilket gör att denna högre nivå av marknadspenetration kan anses vara möjlig. I detta scenario skapas en sorts snöbollseffekt, som driver ytterligare tillväxt. Till följd av att läkare och patienter blir allt mer exponerade mot produkten i takt med att försäljningen tilltar börjar allt fler enheter av ISICORT förskrivas, vilket gör att tillväxten tilltar. Vidare lyckas Bolaget ingå gynnsamma avtal med samarbetspartners, vilket gör att milstolpsbetalningarna motsvarar 30 % av *peak sales*, i jämförelse med 25 % i angivet Base scenario. Sammantaget ges ett nuvärde genom en rNPV-värdering om 235 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 12 SEK.

**12 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

**Riskjusterat nuvärde om 235 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 12 SEK.**

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bull Scenario inklusive kapitalanskaffning 2020-2035E



Analyst Groups prognos

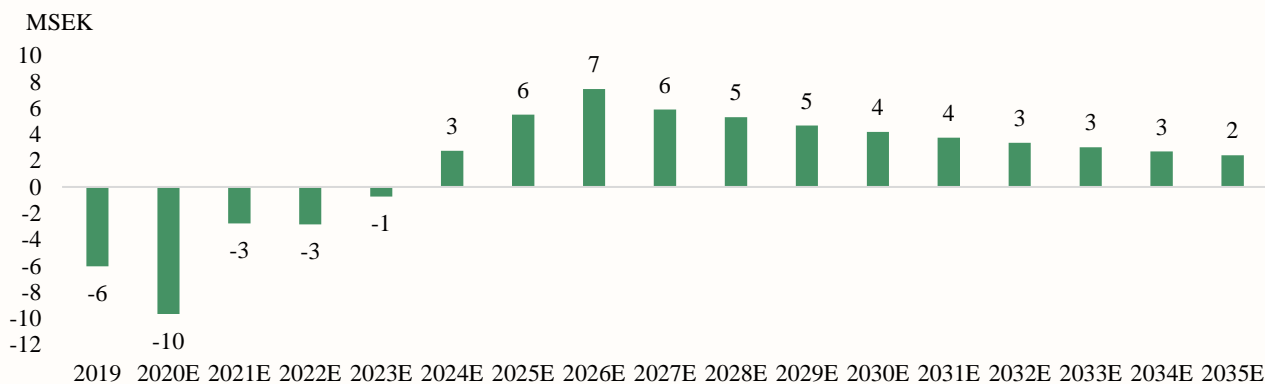
## Bear Scenario

I ett Bear scenario antas en marknadspenetration om 4 % i Europa men en försenad, eller potentiellt misslyckad, kommersialisering i USA. Försöken med att hitta rätt samarbetspartners går långsammare än väntat, och Bolaget får svårt att hitta partners som är villiga att spendera de resurserna som krävs för att ISICORT ska kunna nå sin fulla försäljningspotential. Detta gör att marknadsdebuten, även fast den antas starta samtidigt som i övriga scenarion, får ett kyligare 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 AcuCort erhålla några större milstolpsbetalningar i ett Bear scenario. Genom dessa antaganden ges ett nuvärde genom en rNPV-värdering om 58 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 3,0 SEK.

**3,0 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

**Riskjusterat nuvärde om 58 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 3,0 SEK.**

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bear scenario inklusive kapitalanskaffning 2020-2035E



Analyst Groups prognos

# VD-INTERVJU, JONAS JÖNMARK



**Ni har nyligen lämnat er rapport för årets tredje kvartal, och vi befinner oss nu ungefär halvvägs in i årets sista. Under Q3-20, vad skulle du vilja lyfta fram som du är mest nöjd med?**

2020 har varit ett bra år, trots pandemi, med hög aktivitetsnivå i AcuCort. Under tredje kvartalet har flera viktiga milstolpar passerats som bland annat marknadsgodkännande i Sverige som första land, beviljat patent i Kina och att ISICORT® uppnått två års stabilitetsdata, vilket innebär att läkemedlet klarar minst två års lagerhållbarhet. Den bekräftade lagerhållbarheten om två år är en stor fördel för distributionen, då detta säkrar hållbarheten hela vägen från produktion till patient, och är av yttersta vikt vid en framgångsrik kommersialisering av ISICORT®.

Om jag skall lyfta fram något specifikt som jag är mest nöjd med, så är det processen fram till marknadsgodkännande av ISICORT® i Sverige och förstås själva godkännandet i sig, då det är ett kvitto på extern validering. Marknadsgodkännande i Sverige lägger grunden till AcuCorts utveckling med pris- och subventionsansökan och registreringar på fler marknader. Nu kan vi och nu är vi redo att växla upp, blicka framåt, och lägga full kraft på det fortsatta arbetet mot kommersialisering av ISICORT®.

Efter att ha uppnått flera milstolpar under tredje kvartalet ser jag med tillförsikt fram emot ett fortsatt framgångsrikt arbete med målsättningen att kommersialisera ISICORT®.

**ISICORT® erhöll under oktober marknadsgodkännande av det svenska Läkemedelsverket, och nu börjar arbetsprocesserna för att kunna inleda en kommersialisering. Kan du berätta lite mer om hur dessa arbetsprocesser ser ut och stegen fram tills försäljningen kan börja?**

Kommersialisering av ett receptbelagt läkemedel är mer komplicerat och involverar fler steg än många andra produkter. Exempelvis är en ansökan om pris och subvention i Sverige viktig även för andra länder eftersom myndigheterna ofta tar intryck av prissättning i de länder där produkten lanseras först. Det gör att vi måste förbereda den svenska ansökan mycket noggrant. Ett annat exempel är att kommersiell produktion av läkemedel omgärdas av kvalitetssäkringskrav som kräver sin tid få på plats.

Arbetsprocessen påbörjades långt innan vi hade fått marknadsgodkännande i Sverige. Det är många aktiviteter som är beroende av varandra och myndigheternas regelverk samt godkännanden, så processerna tar sin tid och vissa av aktiviteterna är mer tidskrävande än andra. Det viktiga är att arbetsprocesserna löper på enligt plan och sammantaget kan jag konstatera att de hittills fortlöper utan förseningar.

**I er Q3-rapport framgår det att ni idag för dialoger med potentiella framtida partners som tillsammans med AcuCort kan ansvara för försäljning och marknadsföring av ISICORT®. Vi förstår att du inte kan namnge dessa, men kan du berätta mer kring vad det är för ”typ” av partners ni har för avsikt att samarbeta med?**

De partners vi söker är de som redan idag är väl etablerade på sina respektive marknader med organisation på plats lokalt och som har tidigare kunskap och erfarenhet från de indikationsområden som läkemedlet ISICORT® är godkänt för. De ska också ha ett starkt nätverk hos rätt målgrupper, ändamålsenliga resurser och rätt inställning till att sjösätta en effektiv lansering samt följa upp försäljningsarbetet därefter. Vi har flera pågående dialoger med potentiella partners i flera olika regioner och vi kommer att kommunicera mer kring detta när avtal har tecknats. Generellt kan jag säga att den nyligen godkända registreringen ökar AcuCorts status och trovärdighet i partnering-dialogerna.

Den 18 november 2020

# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



## 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:** 0 aktier.



## 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:** 27 134 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:** 13 427 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. Innehåft flera QA och QC cheftjänster inom Pharmacia och Ferring koncernerna med globala utvecklingsprojekt och registrerade läkemedel. Partner i P.U.L.S. AB.

**Aktieinnehav:** 75 000 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:** 117 333 aktier och ytterligare 20 000 via Viken Pharma.



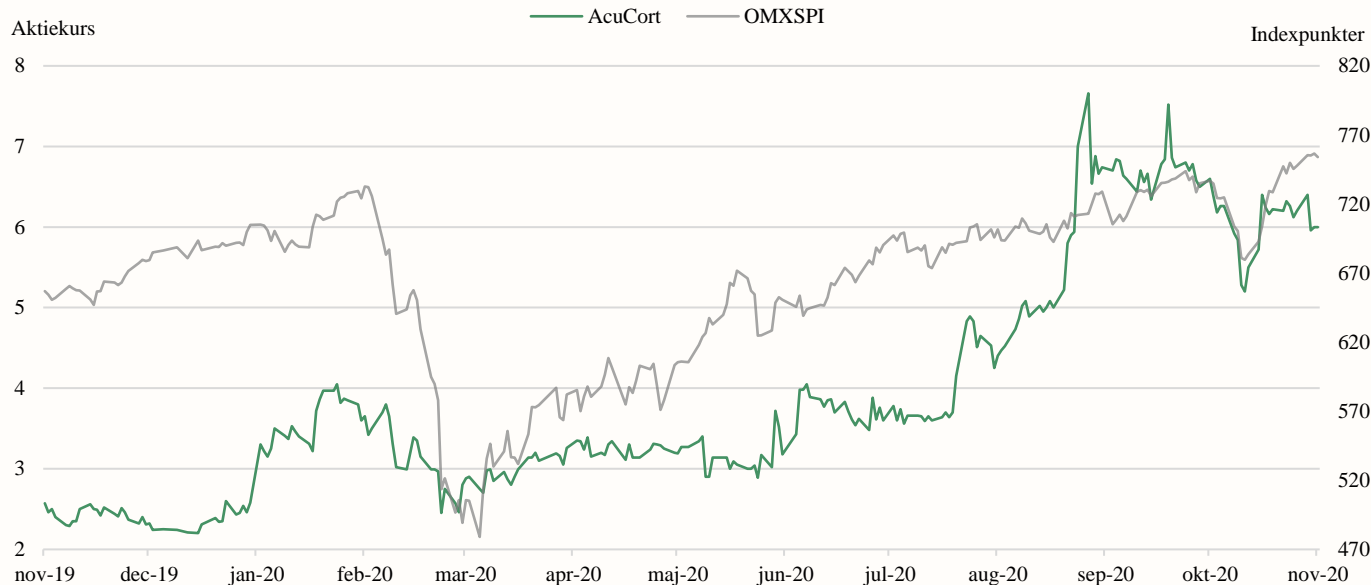
## Alexandra Johnsson, Styrelseledamot

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

**Aktieinnehav:** 7 000 aktier.

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



	2016	2017	2018	2019
Nettoomsättning	0	0	0	0
COGS	0	0	0	0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Bruttomarginal	0%	0%	0%	0%
Övriga externa kostnader	-1 635 615	-3 056 166	-4 054 359	-5 717 000
Personalkostnader	-284 088	-1 612 535	-2 166 985	-2 653 000
<b>EBITDA</b>	<b>-1 919 703</b>	<b>-4 668 701</b>	<b>-6 221 344</b>	<b>-8 370 000</b>
EBITDA-marginal	0%	0%	0%	0%
Av- och nedskrivningar	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-1 919 703</b>	<b>-4 668 701</b>	<b>-6 221 344</b>	<b>-8 370 000</b>
EBIT-marginal	0%	0%	0%	0%
Räntetäckter och liknande poster	0	7 830	2 319	0
Räntekostnader och liknande poster	-26173	-237	-718	1 000
<b>EBT</b>	<b>-1 945 876</b>	<b>-4 661 108</b>	<b>-6 219 743</b>	<b>-8 369 000</b>
Skatt på periodens resultat	0	0	0	0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-1 945 876</b>	<b>-4 661 108</b>	<b>-6 219 743</b>	<b>-8 369 000</b>

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

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

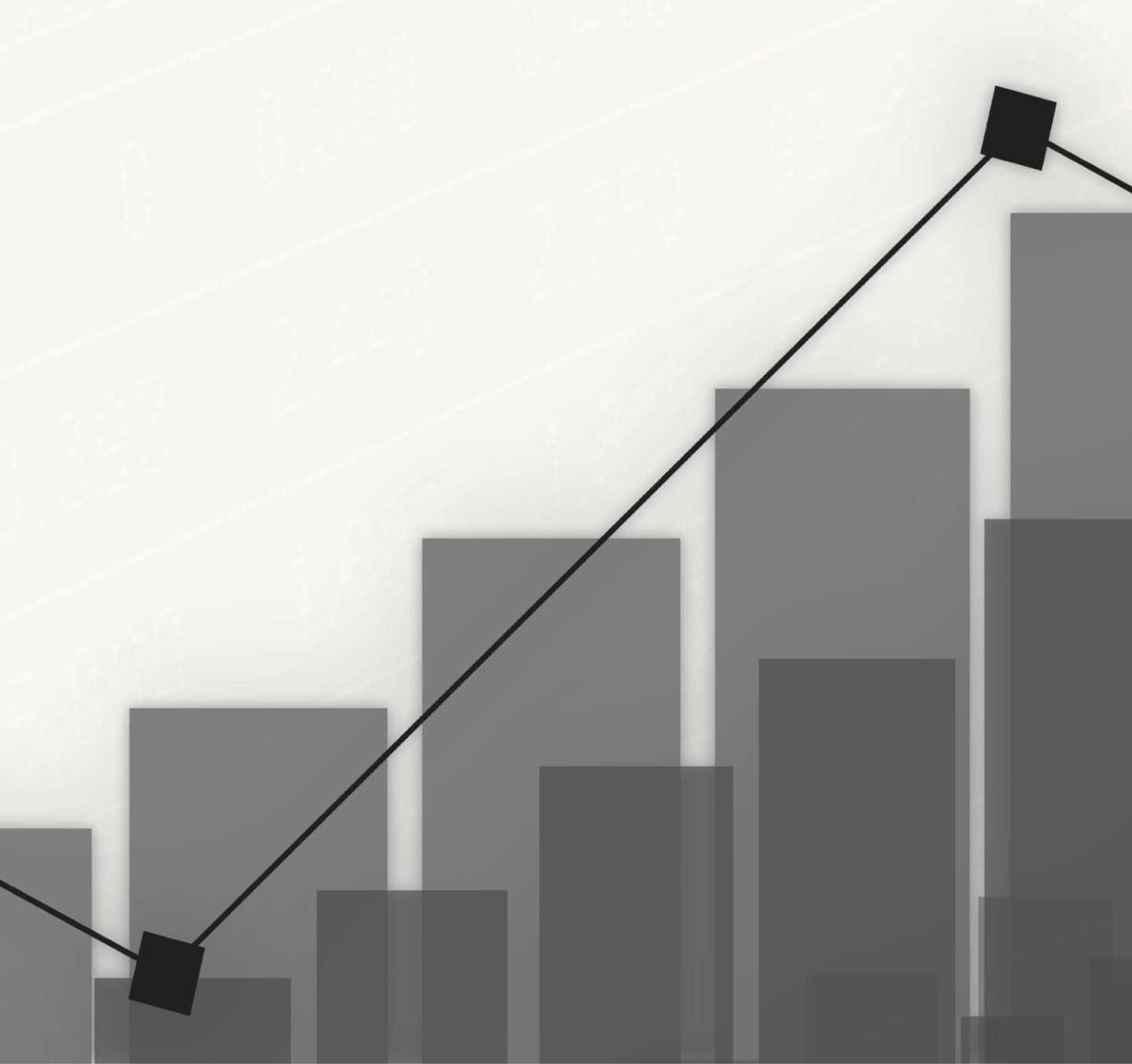
De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.





**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund