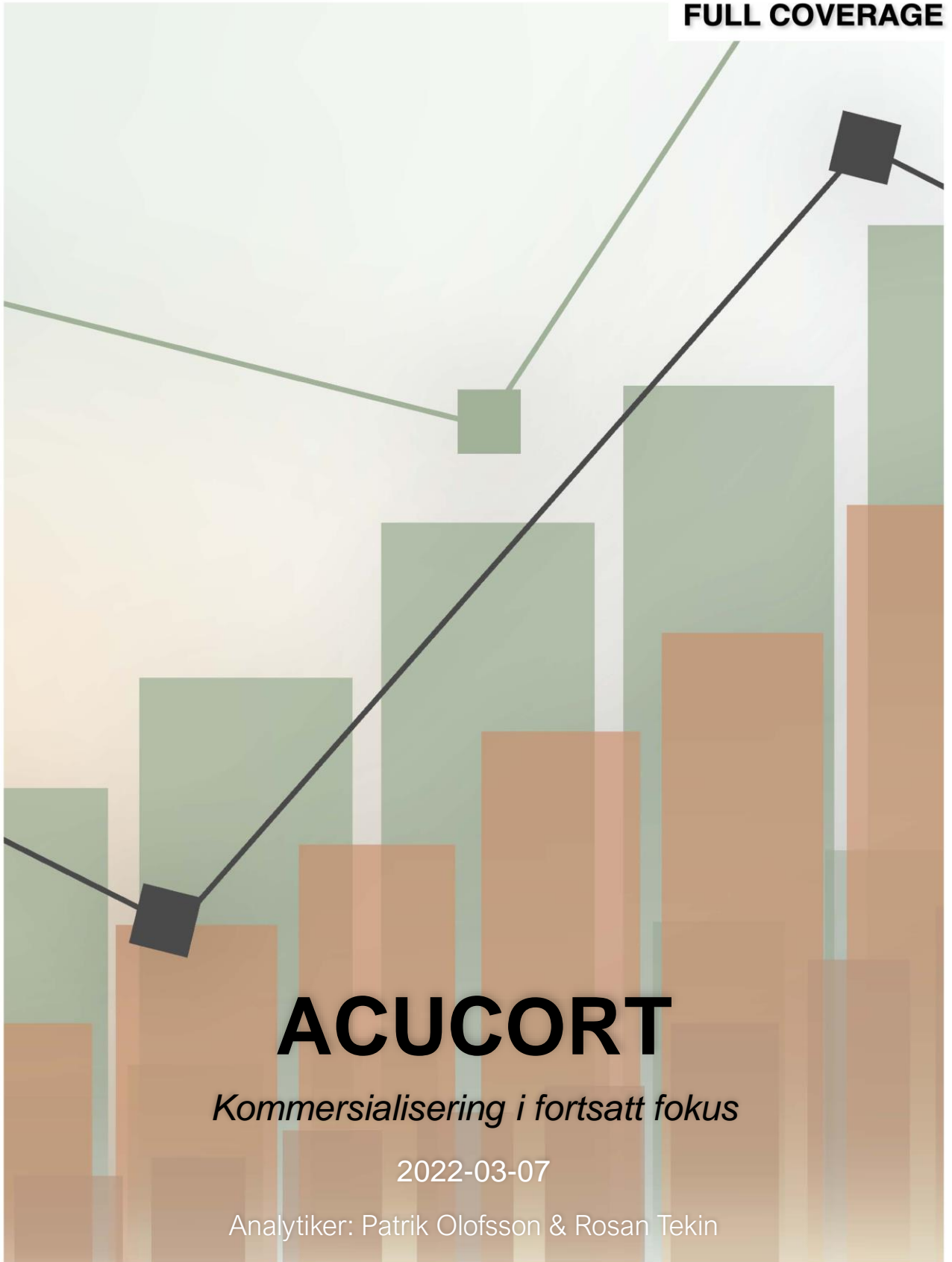


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## ACUCORT

*Kommersialisering i fortsatt fokus*

2022-03-07

Analytiker: Patrik Olofsson & Rosan Tekin

**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 krupp för småbarn och vid illamående och kräkningar till följd av cellgiftsbehandling. Under februari 2021 erhöles även godkännande av Läkemedelsverket vid behandling av Covid-19 för patienter som behöver kompletterande syrgasbehandling. AcuCort är noterade på Spotlight Stock Market sedan 2017.

---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

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

# ACUCORT AB (ACUC)

## KOMMERSIALISERING I FORTSATT FOKUS



ISICORT® har tidigare erhållit godkännande i Sverige och nu pågår även registreringsprocessen för den nordiska marknaden. Ett godkännande i Norden, vilket kan ske under H1-22, innebär att AcuCorts position stärks i de pågående diskussionerna med potentiella kommersiella partners. Rent operativt ser vi att AcuCort utvecklas fortsatt enligt plan. Emellertid har det ekonomiska klimatet under 2022 minst sagt varit kyligt för olönsamma utvecklingsbolag där riskpremierna stigit och investerare skiftat över till bolag med positiva kassaflöden. Vi ser tecken på att denna sektorrotation även påverkat AcuCort, där en ökad riskpremie får en direkt effekt i vår rNPV-modell. Detta innebär en justering av värderingsintervallet vilket nu sträcker sig mellan 2,0 – 6,6 kr med 4,4 (5,4) i ett Base scenario.

### Rapporten i linje med förväntningar

Vid utgången av Q4-21 uppgick kassan till ca 35,9 MSEK, och för de senaste tre rapporterade månaderna (Q4-21) har Bolagets *burn rate* uppgått till ca -1,3 MSEK per månad. Precis som vi har kommunicerat tidigare kvarhåller vi i våra modeller en förväntan om att AcuCort under kommande kvartal kommer att ha en något högre kapitalförbrukning. Det i sig är helt naturligt med tanke på kommande lansering av ISICORT.

### Nuvarande kassa och kapitalförbrukning

Mellan Q3-21 och Q4-21 stärktes AcuCorts kassa med ca 26 MSEK via en företrädesemission samt riktad emission. I vår erfarenhet vet vi att en stärkt kassa för ett mindre läkemedelsbolag likt AcuCort är mycket fördelaktigt i samband med t.ex. att diskussioner förs med potentiella licenstagare. Det skapar nämligen ett bättre förhandlingsutrymme och gör att AcuCort kan agera mindre ”stressat” i förhandlingar, vilket i slutändan kan vara helt avgörande för att ett fördelaktigt avtal ska kunna komma på plats. Med en nuvarande kassa om 35,9 MSEK och en estimerad genomsnittlig *burn rate* om -1,5 MSEK per månad framgent, skulle det innebära att AcuCort är finansierade tills slutet av 2023, allt annat lika.

### Nytt avtal med kontraktstillverkaren Adhex Pharma

Under Q1-22 meddelade AcuCort att ett nytt avtal tecknats med kontraktstillverkaren Adhex Pharma avseende kommersiell produktion av ISICORT. Detta är en viktig milstolpe för AcuCort då det säkerställer produktförsörjningen av ISICORT inför lanseringen och minskar således den operationella risken. Vi ser detta som ett robust samarbete med en lämplig partner då Adhex Pharma är specialister inom framställning av tunna munfilmer vilket passar ISICORT:s produktprofil.

### Fortsatt attraktiv risk-reward

Med hänsyn till nuvarande börsvärde om ca 75 MSEK och *Enterprise Value* (EV) om 40 MSEK, samt potentiella värde drivare framgent, ser vi en fortsatt attraktiv *risk-reward* i aktien.

### AKTIEKURS | 2,5 kr

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

<b>BEAR</b> 2,0 kr	<b>BASE</b> 4,4 kr	<b>BULL</b> 6,6 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 (2022-03-04) (SEK)	2,5			
Antal Aktier (st.)	31 281 590			
Market Cap (MSEK)	76,6			
Nettoskuld (+) / Nettokassa (-) (MSEK)	-35,9			
Enterprise Value (MSEK)	40,7			
V.52 prisintervall (SEK)	2,08 – 5,82			
UTVECKLING				
1 månad	-9,7 %			
3 månader	-12,4 %			
1 år	-52,2 %			
YTD	-16,9 %			
HUVUDÄGARE (2021-12-31, KÄLLA: HOLDINGS)				
Aqilion AB	16,2 %			
John Fällström	5,9 %			
Avanza Pension	4,2 %			
Nordnet Pensionsförsäkring	2,8 %			
Zoya Invest AB	2,7 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Jonas Jönmark			
Styrelseordförande	Ebba Fähræus			
FINANSIELL KALENDER				
Kvartalsrapport Q1 2022	2022-04-28			
RESULTATRÄKNING (MSEK)				
	2018	2019	2020	2021
Totala intäkter	0,0	0,0	0,0	3,4*
<b>Bruttoresultat</b>	0,0	0,0	0,0	3,4
<i>Bruttomarginal</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rörelsekostnader	-6,2	-8,4	-7,7	-14,7
<b>EBITDA</b>	-6,2	-8,4	-7,7	-11,3
<i>EBITDA-marginal</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.

\*Utgörs av aktiverat arbete för egen räkning

# 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 munfilm som läggs på tungan som sedan löses upp med saliv och en munfilm 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 eller ett mobiltelefonskal) när den svåra och akuta allergiska reaktionen uppstår. AcuCorts egna marknadsundersökningar visar att 9 av 10 allmänläkare i Europa skulle förskriva ISICORT till sina patienter om läkemedlet fanns tillgängligt. 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 vi ser som ytterligare potentiella värde drivare i investeringscasen. Exempelvis, under Q1-21 erhöles godkännande av Läkemedelsverket vid behandling av Covid-19-patienter som behöver kompletterande syrgasbehandling.

## Ledning och styrelse besitter både kommersiell och teknisk erfarenhet

AcuCorts nyckelpersoner har god erfarenhet och kompetens från läkemedelsbranschen. Styrelseledamöterna besitter en bred erfarenhet vad gäller läkemedelsutveckling samt kommersialisering av läkemedel, 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 arbetat med internationella produkt lanseringar, etablering av sälj-/distributionskanaler och kommersiella partnerskap, erfarenheter som kommer väl till hands för att ett bolag ska lyckas kommersialisera en läkemedelsprodukt. Under H1-21 anställdes även Louise Harting som projektledare, där hennes tidigare erfarenhet av internationella produkt lanseringar inom läkemedelsindustrin från bl.a. Novo Nordisk kommer väl till användning. I samband med årsstämman 2021 har Monica Wallter, med mångårig erfarenhet från läkemedelsbranschen, samt Göran Torling, läkare, PhD. och docent i lungmedicin vid Karolinska Institutet, tagit plats i AcuCorts styrelse. Sammantaget väntas AcuCorts mångfacetterade kompetens vara avgörande för Bolagets utveckling framgent.

## Estimerad försäljningspotential av ISICORT

Drygt 20 % av den globala befolkningen lider av någon sorts allergi, där den globala marknaden för allergiläkemedel väntas växa med ca 6 % per år tills 2025, för att då nå en storlek om 40 mdUSD. AcuCorts adresserbara marknad, glukokortikoidmarknaden, bedöms ha uppgått till 3,8 mdUSD år 2020 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 lansering gör vi ett konservativt antagande om att varje patient i genomsnitt förskrivs två av Bolagets munfilmer per år, vilket skulle innebära en (1) förskrivna 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 om produkten hade funnits på marknaden idag. Med en årlig tillväxt om 6 %, ges ett försäljningsvärde i apoteksledet om 71 MEUR 2025, då väntas produktlivs cykeln 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 behandlingsområden, vilka ses som ytterligare optioner i Bolagets framtida intjäningspotential.

## Kommer allt närmare marknaden

AcuCort har byggt ett erfaret team för att säkerställa en lyckad global marknadsintroduktion av ISICORT på de viktigaste marknaderna, vilket även inkluderar USA. AcuCorts fokus nu är att få alla pusselbitarna på plats för att framgångsrikt introducera ISICORT på marknaden. För närvarande pågår en intensiv arbetsperiod kring genomförandet av den plan som Läkemedelsverket har godkänt avseende tillverkningen av ISICORT i storskalig kommersiell produktion. Rent konkret innebär detta t.ex. partihandelstillstånd, att valideringsbatcher och labbanalyser granskas liksom att kvalitetsparametrar och kvalitetsanalyser kontrolleras och följs upp. Parallellt pågår även diskussioner med potentiella licenstagare och samarbetspartners.

## Värderas till ett riskjusterat nuvärde om ca 138 MSEK

I ett Base scenario värderas AcuCorts potentiella framtida kassaflöden till ett riskjusterat nuvärde om 138 MSEK, motsvarande ca 4,4 kr per aktie. Värderingen om 138 MSEK kan ställas i relation till exempelvis Klaria (ca 251 MSEK), ett bolag vars verksamhet och marknadspotential i vissa avseenden kan argumenteras för att likna AcuCorts.

# BOLAGSBESKRIVNING

AcuCort är noterade 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 munfilm som läggs på tungan, som löses upp med saliv på 10-15 sekunder. Detta menar Bolaget är en överlägsen administration 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, vilket är en fördel i akuta situationer och för patienter med svårigheter att svälja.

En stor del av marknaden idag består av tabletkartor, där patienten behöver lägga flertalet av dessa tabletter i ett glas vatten, vänta på att de löses upp, och sedan dricka. ISICORT är snabbare och enklare att använda, vilket innebär stora patientfördelar vid en akut allergisk reaktion. Ytterligare tänkbara användningsområden för produkten som ligger närmast kan vara behandling av barn med krupp och patienter som upplever illamående och kräkningar vid kemoterapi. Som nämnt har även ett godkännande erhållits av Läkemedelsverket vid behandling av Covid-19 för patienter som behöver kompletterande syrgasbehandling.

Bioekvivalensstudier med AcuCorts produkt har levererat positiva resultat. För att Bolaget ska kunna kommersialisera ISICORT behöver produkten bli godkänd av respektive marknads läkemedelsmyndighet. Idag är ISICORT godkänt av det svenska Läkemedelsverket vilket är en stark extern validering.

## 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.

## Intäktsmodell

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 intäktsskikt 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

Under Q4-21 var de huvudsakliga kostnaderna, förutom Bolagets drift, hänförliga till processutveckling samt regulatoriska konsulter. Framgent väntas kostnaderna på kort sikt främst drivas av den fortsatta vägen mot registrering i EU och USA, samt kommersialiseringen 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 godkända patent i över 30 länder som ger skydd till 2035, inklusive USA, Japan, Kina och EU, och ansöker i fler. Patenten finns i två olika patentgrupper som skyddar själva filmteknologin i kombination med steroider samt produktionsprocessen. 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.

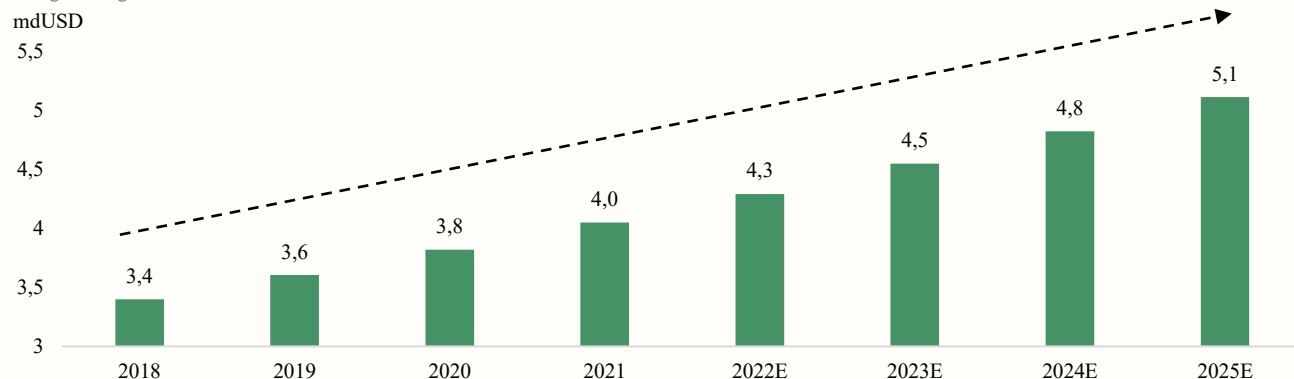
- **Svåra och akuta allergiska reaktioner**

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 glukokortikoid. Den globala glukokortikoidmarknaden bedöms ha uppgått till en storlek omkring 3,8 mdUSD år 2020 och väntas växa med en CAGR om 6 % 2018-2025.

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

Den globala glukokortikoidmarknaden 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 prisbilden kommer ligga mellan 8-15 euro per munfilm. Priset väntas vara högre i USA relativt i EU. Med det konservativa antagandet om att två munfilmer förskrivs per patient och år och produkten når 10 % av marknaden skulle detta ha gett en teoretisk försäljningspotential om ca 50 MEUR, 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 PROGNOSS

## ISICORT går mot lansering

Under oktober 2020 stod det klart att Läkemedelsverket i Sverige givit ISICORT marknads-godkännande, och AcuCort arbetar nu vidare med godkännande inom EU och i första hand övriga nordiska länder 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. Bolaget har haft ett så kallat Pre-NDA möte med FDA där frågor kring upplägg av en ansökan har diskuterats. Ett sådant möte hålls för att reducera risken att FDA ska avslå en ansökan när denna väl lämnats in. Parallellt med EU- och USA-ansökningar pågår förberedande aktiviteter för marknads-lansering 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 amerikanska, europeiska, kinesiska och japanska patentmyndigheten, estimerar vi att det ger en exklusivitet på marknaden fram till 2035. År 2036 väntas konkurrens och prispress tillta väsentligt, vilket leder till att Bolagets försäljning avtar fram till år 2040, då prognosperioden avslutas.

## Genomsnittligt pris på produkten

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

## ISICORT försäljningspotential

Givet ytterligare marknadsgodkännande inom EU och USA, samt senare även Asien, estimerar Analyst Group att AcuCort från och med 2022 till 2023 lanserar ISICORT inom nämnda marknader, där starten förväntas bli Sverige. Som nämnt estimeras försäljningsvärdet i apoteksledet av ISICORT uppgå till 71 MEUR inom EU och USA, och 17 MEUR för Asien, vilket därmed motsvarar ett totalt försäljningsutrymme om 88 MEUR år 2025. 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

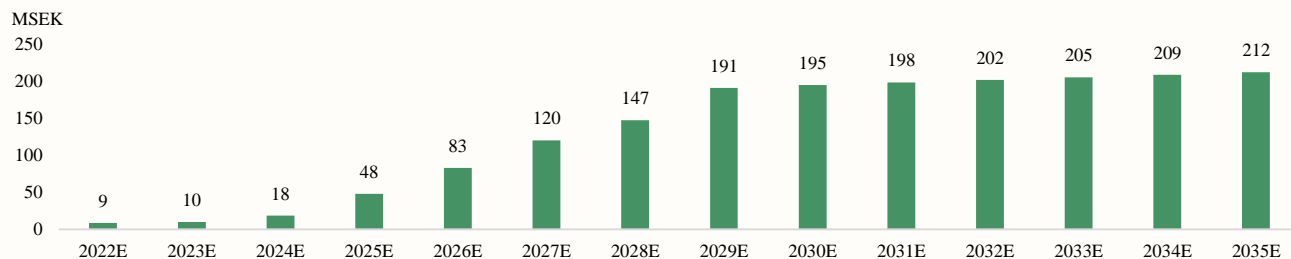
AcuCort antas kunna knyta både licensierings- och distributionsavtal med samarbetspartners. Dessa olika avtal innebär också olika andelar av försäljningsintäkterna. Vid ett licensierings-avtal erhåller Bolaget royalties från partnern. Andelen som går till AcuCort bedöms uppgå till 15 % av det slutliga 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 partner, 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 ca 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 %.



# FINANSIELL PROGNOS

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

Estimerade intäkter AcuCort hänförliga till ISICORT 2022-2035E



Analyst Groups prognos

## Milstolpsintäkter

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.

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 innebar totala milstolpsintäkter om 55,2 MUSD, vilket även medförde en lägre procentsats royalty än vad som är väntat för AcuCort. Ytterligare ett exempel gällande Klaria är att bolaget under februari 2020 erhöll ett bidrag/milstolpsbetalning om 6,4 MSEK från EU:s Horizon 2020-program. Under april 2021 kommunicerade Klaria att de genomfört och rapporterat de planerade aktiviteterna inom programmet, där den tredje utbetalningen om sammanlagt ca 2 MSEK bekräftades av EU. Klaria hade därmed, per april 2021, erhållit omkring 18,5 MSEK av de totalt 21 MSEK som anges i avtalet.

## 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 genomförd under november 2021

En företrädesemission samt riktad emission genomfördes under november 2021 vilka totalt tillförde AcuCort ca 31 MSEK före emissionskostnader. Emissionskostnaderna uppgick till ca 4,6 MSEK, vilket innebär att AcuCort erhöll en nettolikvid om ca 26,3 MSEK. AcuCorts målsättning är att globalt kommersialisera ISICORT och för att kunna realisera den potential som finns behöver Bolaget genomföra investeringar och marknads satsningar under kommande år, vilket den tillkommande likviden möjliggör.

# VÄRDERING

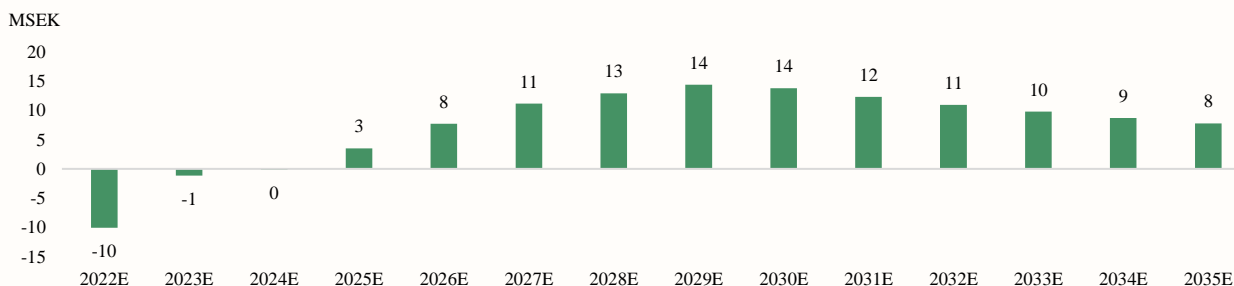
## Värdet av de riskjusterade kassaflödena

För att värdera AcuCort har en rNPV-modell applicerats, där Bolagets framtida kassaflöden har justerats för risken i pågående klinisk/regulatorisk 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 90 %, baserat på historisk data samt erhållet marknadsgodkännande från Läkemedelsverket bidragit till en lägre riskbild.<sup>1</sup> Inom övriga områden, USA och Asien, bedöms sannolikheten uppgå till 70 % respektive 80 %.

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 138 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om cirka 4,4 kr.**

Riskjusterade diskonterade kassaflöden, Base scenario 2022-2035E



Analyst Groups prognos

**4,4 KR**

PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

Med en sannolikhet för läkemedelsgodkännande om 90 % (EU), 70 % (USA) respektive 80 % (Asien) och en diskonteringsränta om 13 % ges ett riskjusterat nuvärde om ca 4,4 kr 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 administration (via film) är liknande, och kan därför anses ha en liknande marknadspotential inom sin bransch.

Bolag	Senaste kassa (MSEK)	Rörelseintäkter 2021 (MSEK)	Nettoreultat 2021 (MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Klaria	25,5	37,5	-53,5	251
AcuCort	35,9	0,0	-11,3	75,4

**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 138 MSEK, vara rimlig.

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



# BULL & BEAR

## Bull scenario

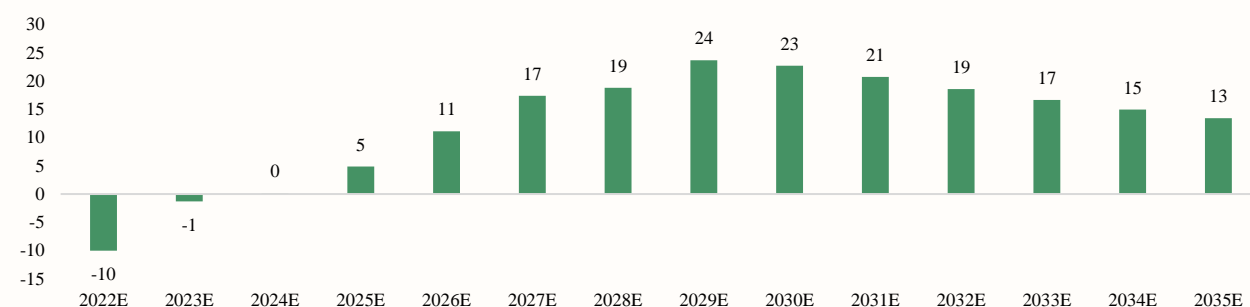
I ett Bull scenario antas en marknadspenetration om 15 %, jämfört med 10 % som i tidigare presenterat Base scenario. AcuCort har gjort studier som visar på att 9 av 10 allmänläkare i Europa skulle förskriva ISICORT till sina patienter om läkemedlet fanns på marknaden, vilket gör att denna högre nivå 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 207 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 6,6 kr.

**6,6 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

**Riskjusterat nuvärde om 207 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 6,6 kr.**

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bull Scenario 2022-2035E

MSEK



Analyst Groups prognos

## Bear scenario

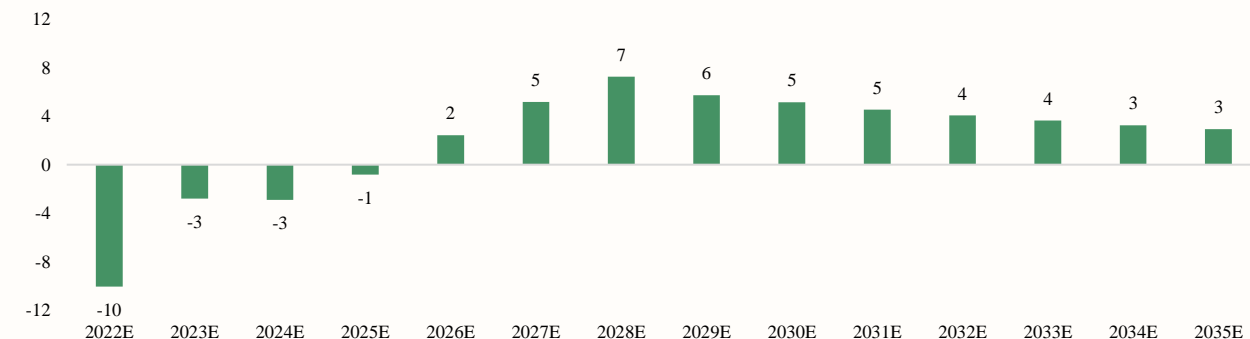
I ett Bear scenario antas en marknadspenetration om 4 % i Europa men en försenad, eller potentiellt misslyckad, kommersialisering i USA. Försöken med att hitta rätt samarbetspartners går långsammare än väntat, och Bolaget får svårt att hitta partners som är villiga att spendera de resurserna som krävs 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 63 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 2,0 kr.

**2,0 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

**Riskjusterat nuvärde om 63 MSEK, motsvarande ett pris per aktie om 2,0 kr.**

Diskonterade riskjusterade kassaflöden, Bear scenario 2022-2035E

MSEK



Analyst Groups prognos

# VD-INTERVJU, JONAS JÖNMARK



Den 4:e mars 2022

## 2021 har nått sitt slut, skulle du kunna ge en kort sammanfattning om AcuCorts utveckling och hur det banar väg för år 2022?

Under 2021 har vi tagit in ytterligare ca 31 MSEK genom nyemissioner. Det tillförda kapitalet ökar den finansiella tryggheten och ska främst användas i bolagets kommersialisering av ISICORT®. AcuCort har också förstärkt organisationen inför kommersialiseringen i EU, USA och på andra nyckelmarknader i världen. I Sverige har vi redan ett marknadsgodkännande av ISICORT®. Det största värdet av det svenska godkännandet är att det har ökat produktens och bolagets trovärdighet. Vad gäller kommersiell lansering vill AcuCort gärna kombinera en lansering i Sverige med flera länder exempelvis övriga Norden.

Lansering i andra länder kräver först och främst registreringsgodkännande och vi lägger ett stort arbete på ansökningarna för respektive geografiska marknad. USA är världens största läkemedelsmarknad och därför är denna ansökan strategiskt viktig för bolaget. En aktiv dialog pågår med myndigheten FDA i syfte att maximera sannolikheten för en snabb och positiv behandling av vår ansökan när den har lämnats in. Vi kunde i veckan presentera den goda nyheten att AcuCorts ansökan om befrielse från ansökningsavgift beviljats av FDA. Det betyder att bolaget inte behöver betala ansökningsavgiften om cirka 15 miljoner kronor. Europa är också en viktig marknad och arbetet är i full gång för att via proceduren för ömsesidigt erkännande, Mutual Recognition Procedure, registrera ISICORT® på de lokala marknaderna i Europa. De marknader vi kommit längst på är Danmark, Norge, Island och Finland.

Vi har haft en bra start på 2022 med ytterligare två viktiga pusselbitar på plats. Vi har tecknat avtal med CRO-bolaget (*Contract Research Organization*) TFS, TFS Trial Form Support AB, för arbete inom farmakovigilans, d.v.s. den lagstadgade uppföljningen av ett läkemedels funktion och säkerhet. Avtalet är en viktig regulatorisk milstolpe. Vi har också tecknat ett långsiktigt tillverkningsavtal med vår kontraktstillverkare Adhex Pharma. De nyligen tecknade avtalen är viktiga pusselbitar som ökar den operationella säkerheten i bolaget, inför den kommande kommersialiseringen.

Vårt fokus 2022 ligger på de pusselbitar som behöver vara på plats för att lansera ett läkemedel. Vilket bland annat innefattar avtal med licenstagare och distributörer, partihandelstillstånd, premiumprissättning och godkänd subventionering till patient. För att ett läkemedel skall kunna subventioneras krävs exempelvis i Sverige en godkänd ansökan av TLV, Tandvårds- och Läkemedelsförmånsverket. Vi har varit i dialog med TLV och bygger nu vår argumentation för en välmotiverad pris- och förmånsansökan.

# 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:** 10 563 aktier och 133 336 optioner.

## 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:** 79 960 aktier och 88 888 optioner.

## 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 och 44 444 optioner.

## Alexandra Johnsson, Styrelseledamot



Master of Science (MSc.) 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 och 44 444 optioner.

## Monica Wallter, Styrelseledamot



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

**Aktieinnehav:** 0 aktier och 44 444 optioner.

## Göran Tornling, Styrelseledamot



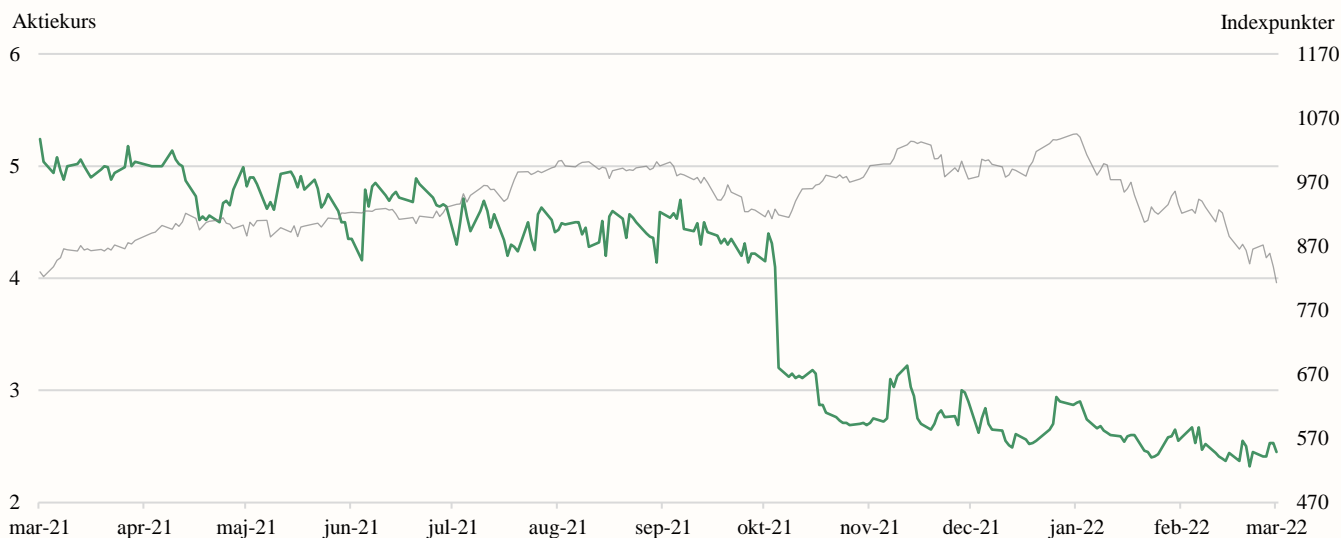
Göran är utbildad läkare samt PhD. och docent i lungmedicin vid Karolinska Institutet. Han har drygt 20 års erfarenhet från alla faser av klinisk utveckling inom läkemedelsindustrin och har haft ledande positioner inom AstraZeneca, Orexo och ett flertal mindre life science-bolag. För närvarande är han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

**Aktieinnehav:** 0 aktier och 44 444 optioner.

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling

— AcuCort — OMXSPI



Resultaträkning (tSEK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nettoomsättning	0	0	0	0	0	0
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	0	0	0	3 463
<b>Totala intäkter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3 463</b>
COGS	0	0	0	0	0	0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3 463</b>
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Övriga externa kostnader	-1 636	-3 056	-4 054	-5 717	-5 384	-11 924
Personalkostnader	-284	-1 613	-2 167	-2 653	-2 365	-2 834
<b>EBITDA</b>	<b>-1 920</b>	<b>-4 669</b>	<b>-6 221</b>	<b>-8 370</b>	<b>-7 749</b>	<b>-11 295</b>
EBITDA-marginal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	neg.
Av- och nedskrivningar	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-1 920</b>	<b>-4 669</b>	<b>-6 221</b>	<b>-8 370</b>	<b>-7 749</b>	<b>-11 295</b>
EBIT-marginal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	neg.
Ränteutgifter och liknande poster	0	8	2	0	0	0
Räntekostnader och liknande poster	-26	0	-1	1	-17	-26
<b>EBT</b>	<b>-1 946</b>	<b>-4 661</b>	<b>-6 220</b>	<b>-8 369</b>	<b>-7 766</b>	<b>-11 321</b>
Skatt på periodens resultat	0	0	0	0	0	0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-1 946</b>	<b>-4 661</b>	<b>-6 220</b>	<b>-8 369</b>	<b>-7 766</b>	<b>-11 321</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 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm