

Accelerator - med sikte på snar licensiering

- Två medicinska produkter som snart når marknaden
- Tre produkter i klinisk fas
- Genomför fullt garanterad nyemission
- DCF-analys indikerar på stor potential i närtid
- Knyter till sig förre detta vice VD från AstraZeneca

Sammanfattning

Bakom det ganska anonyma namnet Accelerator döljer sig en grupp om sex var för sig mycket intressanta bolag verksamma i den intressanta *life science* sektorn.

De kostsamma och långa utvecklingstiderna i sektorn till trots så anser Axier att Accelerator ett intressant företag, särskilt som bolaget i dag har tre stycken produkter i klinisk fas, vilket gör att de stora potentiella intäkterna nu ligger mycket nära. Att detta kompletteras med två stycken medicinska produkter som på kort tid bör kunna bidra med kassaflöden som stärker och finansierar den övriga forskningsportföljen gör Accelerator till en relativt låg risk i sektorn.

Den demografiska strukturen och den förväntade ökade medellivslängden i västvärlden har gjort att intresset för forskning och utveckling av det som brukar benämnas som *life science* ökat ytterligare. Enbart marknaden för läkemedel spås av *Global Pharmaceutical Market Forecast* öka till 1,040 miljarder USD inom ett par år. Det finns således all anledning att uppmärksamma de bolagen som, liksom Accelerator, befinner sig i ett skede där licensiering och kommersialisering snart kan ske.

Vår DCF-analys som emellertid endast tar upp tre av alla de produkter som Accelerators olika bolag bedriver forskning visar på att det finns betydande mervärden i bolaget om dessa når ut till marknaden. Axier rekommenderar således teckning av aktien i den pågående nyemissionen.

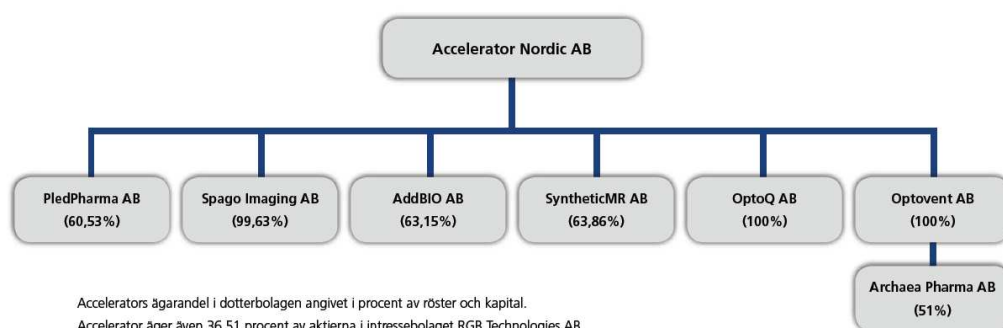
Antal aktier	66 009 637 *
Notering	Aktietorget
Styrelseordförande	Staffan Persson
Största ägare (%)	Staffan Persson inklusive familj och bolag, 25,17 %
Webb	http://www.acceleratorab.se
Market Cap	132 Mkr*
Axiers rekommendation	Teckna
Risk	Hög
Potential	Hög

*Pre-Money värdering innan den förestående nyemissionen. Emissionen medför att antalet aktier ökar med 20 procent.

Beskrivning av verksamheten

Lifesciencebolaget Accelerators har som vision att vara ett bolag som framgångsrikt stöder och driver företag som utvecklar produkter med ett stort medicinsk behov och som har en stor marknadspotential. Det går att lika bolaget vid ett investmentbolag för sektorn, rent av en fond för olika typer av upstartsprojekt i sektorn.

Accelerators affärsidé är att skapa god avkastning åt sina aktieägare genom att vidareutveckla och internationellt kommersialisera de olika produkter som utvecklas i bolagets hel- och delägda dotterbolag i samarbete med världsledande företag. På detta sätt reducerar Accelerator kostnaderna, påskyndar utvecklingen och når på snabbare tid en bredare marknad. Viktigast av allt är emellertid att riskerna minskar och gör det enklare för bolaget att redan under forskningsstadiet erhålla intäkter, bland annat i form av så kallade *milestones*.



Accelerators ägarandel i dotterbolagen angivet i procent av röster och kapital. Accelerator äger även 36,51 procent av aktierna i intressebolaget RGB Technologies AB.

Nedan har vi listat de olika dotterbolagen och beskrivit dem översiktligt. Vi har ingen avsikt att genomföra en fullständig analys av samtliga bolag eller den verksamhet som Accelerator bedriver, gruppens forskningsportfölj är alltför omfattande och komplex för att vi skall kunna få med allt i en enda analys.

Läkemedel

AddBIO AB

AddBIO AB utvecklar en produkt för lokal leverans av läkemedel från implantat. En första applikation är för dentala och ortopediska implantat. Produkten Skruvcoat förbättrar implantatets stabilitet och minskar risken för komplikationer.

En klinisk studie har nyligen genomförts och presenterats på en ortopedisk kongress i USA. Studien visade att patienter med produkten Skruvcoat har en bättre stabilitet med potential att minska risken för komplikationer. Ytterligare kliniska studier är inplanerade som underlag för erhållande av nödvändiga myndighetsgodkännanden inför försäljningsstart.

PledPharma AB

PledPharma AB utvecklar produkter inom cancerterapi och hjärta/kärl-området. Utvecklingen baseras på en ny klass av läkemedel LowMEM (Low Molecular weight Enzyme Mimetics). Bolaget har för närvarande två produkter i klinisk Fas II på sjuka patienter.

Båda produkterna har möjlighet att tillgodose ett stort medicinskt behov och har också en stor marknadspotential och därmed ett stort kommersiellt intresse. Diskussioner för utlicensiering till de stora läkemedelsföretagen har påbörjats. Det är detta dotterbolag som Axier ser som ett av de, kortsiktigt, mest intressanta i Accelerator.

Optovent AB/Archaea Pharma AB

Optovent AB förädlar och kommersialiserar forskningsbaserade innovationer inom drug delivery. Primär applikation utvecklas inom dotterbolaget Archaea Pharma AB som arbetar med en drug delivery-plattform för målsökande leverans av cellgifter.

Spago Imaging AB

Spago Imaging AB har utvecklat ett kontrastmedel för MR (Magnet Resonans) som bl.a. väsentligt kan komma att förbättra möjligheten till tidig diagnos av tumörer och metastaser.

Den första produkten SPAGO Enhanced MRI har potential att markant förbättra möjligheten att tidigt upptäcka tumörer och metastaser. Detta kan leda till bättre behandling och öka möjligheten för cancerpatienter att överleva.

Nyligen erhållna resultat indikerar god diagnostisk effektivitet. Potentiella licenstagare är identifierade för att presentera de nya mycket lovande resultaten för att diskutera fortsatt utveckling och kommersialisering.

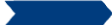
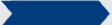
MEDICINSK TEKNIK**SyntheticMR AB**

SyntheticMR AB utvecklar analys- och avbildningsmetoder för Syntetisk MR (på eng: Magnet Resonans Imaging), Bolaget har tagit fram produkten SyMRI Suite och genomfört sina första installationer och har nu påbörjat marknadsintroduktion. SyMRI Suite effektiviserar användning av MR kameror och analys av MR bilder i eftersystem som PACS (Picture Archiving and Communication System).

OptoQ AB

OptoQ AB har utvecklat en medicinteknisk plattform för säker och kostnadseffektiv patientövervakning. En första applikation är licensierad till Fresenius Healthcare GmbH.

Axier ser en fördel med att Accelerator driver sina dotterbolag tillsammans med de olika forskarlagen. På detta sätt skapas direkta incitament för dessa, något som inte kan komma att uppnås om dessa istället ägt aktier i moderbolaget eller tilldelats vederlagsfria optioner i bolaget.

Läkemedel	Område	Explosiv fas	Preklinisk fas	Klinisk fas	Marknad
AddBIO/ Skruvcoat	Ortopedi				
PledPharma/ PP-095	Cancer			FAS I → FAS II	
PledPharma/ PP-099	Hjärta/Kärl			FAS I → FAS II	
Optovent/ ProtR-C	Cancer				
SPAGO/ SPAGO Enhanced MIR	Bilddiagnostik				
Medicinsk teknik	Område	Koncept	Pilotstudier	Marknad	
SyntheticMR/ SyMRI Suite	Bilddiagnostik				
PptoQ/ HemoQlip	Dialys				

AddBIOs produkt Skruvcoat är en kombinationsprodukt som kombinerar ett läkemedel med en medicinteknisk produkt. Därför genomgår den en klinisk fas som inte är uppdelad i tre delar.

Marknaden

Begreppet Life Science sammanfattar en av världens största branscher, läkemedelsutveckling, diagnostik, bioteknik och medicinsk teknik.

Bioteknik innefattar alla typer av tekniskt utnyttjande av biologiskt material, men syftar avgränsat inom området hälsovård till olika former av läkemedelsutveckling. På motsvarande sätt används termen medicinsk teknik för att på ett brett sätt definiera en mängd produkter inom hälsosektorn med allt ifrån mätinstrument, förbrukningsvaror, implantat, anläggningar samt IT-system för diagnostik.

Branschen själv räknar med att den årliga omsättningen uppgår till cirka 180 miljarder Euro. Marknaden för Life Science är synnerligen stor och växer stadigt. Våra studier visar att enbart marknaden för läkemedel har en tillväxttakt på cirka åtta procent per år och beräknas växa till 1040 miljarder USD år 2012.

Tillväxten i läkemedelsbranschen drivs bland annat av faktorer som en växande och allt äldre befolkning på etablerade marknader, allt större patientgrupper på tillväxtmarknader, fortsatta stora medicinska behov och fortsatta vetenskapliga och tekniska framsteg. Den ständiga introduktionen av nya och förbättrade läkemedel och andra produkter inom *Life Science*, de kostsamma och långa utvecklingstiderna till trots, härrör givetvis från den stora kommersiella potential som finns i branschen. Denna potential är beroende av användningsområdets storlek, fördelar i relation till befintliga produkter och behandlingsmetoder, möjligheten att erhålla tillräckligt patentskydd och möjligheten till marknadsgenomslag.

För framgångsrikt marknadsgenomslag behövs en organisation som har tillräcklig styrka och räckvidd för marknadsföring, försäljning och distribution. Det utbredda mönstret är att storsäljande läkemedel säljs av mycket stora bolag med global närvaro, vilka ofta både utvecklar egna produkter och köper eller licensierar in produkter från andra bolag. Produktutvecklingen sker således både inom stora och små bolag.

Big pharma och licensiering

Många utvecklingsprojekt har sitt ursprung i den forskning som bedrivs inom ramen för universiteten och högskolor, medan andra idéer föds och utvecklas direkt hos i de etablerade bolagen.

Det är därför vanligt att bolag startas för att kommersialisera idéer från forskning. En vedertagen arbetsform är att mindre bolag som står i kontakt med den forskning som bedrivs i akademiska sammanhang, tar de potentiella preparaten genom prekliniska studier och de inledande faserna av kliniska studier, för att därefter via licensavtal eller försäljning kommersialisera dem med en industriell partner som har tillräckliga resurser för att genomföra dels de resurskrävande kliniska studier som krävs i slutfasen, dels marknadsföring, försäljning och distribution.

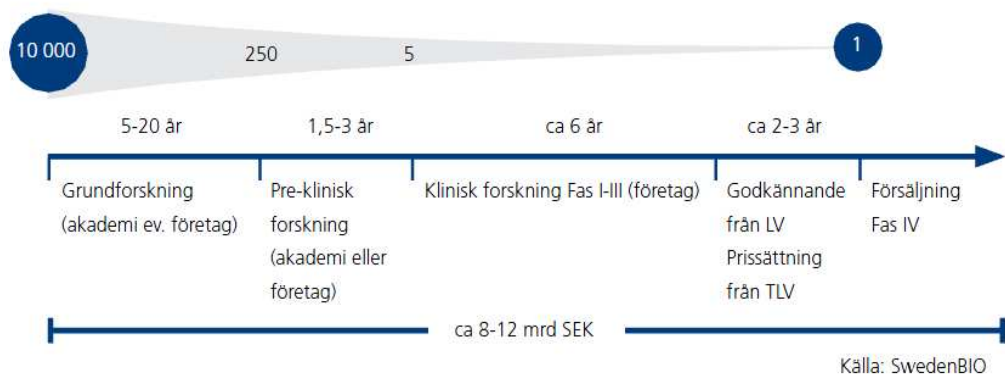
Förfarandet kan således liknas vid den prospektering som sker bland mineral- och oljebolagen, där de mindre bolagen säkerställer alla data och sedan farmar ut verksamheten då det är dags för produktion. I bägge fallen erhåller grundarna/forskarna/prospekteringsbolagen en del av de kassaflöden och intäkter som projektet bidrar med vid produktion.

Marknaden för Life Science har därför på senare år genomgått stora strukturella förändringar. Att utveckla helt nya läkemedel är extremt tidskrävande och dyrt. En generell tumregel är att det tar mellan tio och femton år att ta ett läkemedel från laboratoriet till lanseringen på marknaden. Under denna tid beräknas kostnaderna för att ta fram ett nytt läkemedel uppgå till mellan åtta och tolv miljarder kronor. (Se också den bild nedanför som beskriver livslinjen för ett läkemedel.)

De stora kapitalkostnaderna har lett till en konsolidering i branschen, vilket gjort att de allra största bolagen, *Big Pharma*, har blivit ännu större. Viktigare av allt är emellertid att dessa bolags fokus kommit att skifta allt mer mot den senare delen av utvecklingsprocessen och mot marknadsföringen av de färdiga läkemedlen.

Detta har inneburit att det blivit viktigare för de stora företagen att köpa eller licensiera in produkter från andra mindre och mer innovativa bolag som har valt att koncentrera sig på forsknings- och utvecklingsstadiet. Den rådande trenden är att licensiera in projekt i relativt sen fas, ofta först inför, under eller efter Fas II-studier, så kallad klinisk fas. En allt större del av ersättningarna ligger också längre fram i tiden vilket gör att de utlicensierade bolagen får större del av vinsten om produkten blir framgångsrik.

Livslinjen för ett nytt läkemedel



Endast ett av 10 000 läkemedel tar sig från upptäcktsfasen till marknaden. Accelerator har idag inte en utan två medicinska produkter som är på väg till marknaden. Utöver detta finns det tre läkemedelsprodukter som inom kort kommer att kunna bidra med positiva tillskott till resultaträkningen.

Styrelse och ledning

Ordförandeposten i Accelerator innehas av Staffan Persson, som är mest känd från finansföretaget Neonet som han var med och grundade. Han är också styrelseledamot i Unibet och en äkta entreprenör, han var bland annat inblandad i det på Aktietorget noterade ARK Travel som sedermera köptes upp. Huvuddelen av dennes tid går i dag åt till att agera i riskkapitalbolaget ITP Invest där Staffan är så kallad *senior partner*.

Vid sin sida har Staffan den andre av bolagets storägare, Peter Lindell. Precis som Staffan är denne något av en doldis i finansvärlden, men ingen av dessa herrar är några duvungar. De har själva arbetat upp ett anseende kapital, och är engagerade i ett stort antal bolag, såväl tids- som kapitalmässigt. Axier tycker det är positivt med denna typ av aktiva ägare. Att ingen av dessa kanske har en direkt expertkunskap om den verksamhet som bedrivs i Accelerator ser vi inte som negativt. Vi ser att dessa herrar kan företag och affärer, därmed vet vilka problem som kan tänkas uppstå. De vet också hur möjligheter skall utnyttjas.

Ett inom forskningskretsar känt namn är Ingemar Lundström, professor i tillämpad fysik vid Linköpings Tekniska Högskola, men också ledamot av Ingenjörsvetenskapsakademien, Kungliga Vetenskapsakademien, Nobelkommittén i fysik och Innovationskapitals vetenskapliga råd. Det som huvudägarna må sakna i form av direkt kunnande om all den forskning som Accelerator bedriver finns således i mer än tillräcklig omfattning genom Lundström och dennes kompetens.

Bolagets siste styrelsemedlem, Thomas Gür, är en person som vi faktiskt känt i snart tjugo år. Denne har en journalistisk bakgrund som krönikör, kommunikationskonsult och driver eget företag där denne arbetar med medierelationer och konsultativ verksamhet. Han har även varit politiskt sakkunnig och arbetat som pressekreterare på Näringsdepartementet bland mycket annat. Som kuriositet kan nämnas att Thomas är en av de två översättare i Sverige som av Kammarkollegiet har auktoriserats som translator från turkiska till svenska. Han främsta förtjänst, i alla fall enligt Axier, är dennes förmåga

och vilja att ifrågasätta. Vi ser Thomas som en styrka för styrelsen, dels på grund av det starka kontaktnätet denne tillför bolaget, men framförallt för att denne tillför vad vi kallar en god dos sunt förnuft.

Vi noterar också att Accelerator under hösten gick ut med information om att bolaget adjungerar Jan Sandström, M.Sc Pharm, med en bakgrund inom Development & Licensing, Biolipox AB/Orexo AB, som Director of Global Licensing på AstraZeneca och VP Business Development & Patents på Astra styrelsen. Sandström har dessutom knutits till koncernen, i första hand till PledPharma, för att arbeta med licensieringsfrågor. Jan har dessutom suttit i styrelsen på Aktiespararna.

I dag är denne insider men har ännu inte köpt aktier i Accelerator, något som bland annat kan förklaras av att bolaget relativt nyligen släppte en rapport inför vilken insiders är förbjudna att agera. Vi vet inte vad denne har för avsikter i emissionen. Vad vi däremot konstaterar är att även om Jan är ett okänt namn för det stora flertalet så är denne ett mycket välkänt namn i sektorn. Huvudägarna har uttalat att de ser att denne skall väljs in i styrelsen vid den ordinarie bolagsstämman, och Axier konstaterar att om ett sådant namn väljer att engagera sig aktivt i Accelerator så finns det betydligt mer under ytan än vad marknaden har sett.

Den dagliga driften i Accelerator leds av bolagets VD, Andreas Bunge som är en av bolagets största ägare. Denne ingår även i bolagets styrelse sedan 2005. Dennes styrelsepost är en av de få saker Axier inte tycker om med Accelerator. Vi upprepar vårt eviga mantra, *en VD skall inte sitta i styrelsen – han tillsätts av denna*. I detta fall är Andreas emellertid en stor ägare, så det kan vara i form av ägare han sitter med där. På sikt ser emellertid Axier en annan lösning på detta.

Axier noterar att samtliga styrelseledamöter och ledande befattningshavare har valt att satsa egna medel i Accelerator, något som vi ser som mycket positivt då vi är vänner av den så kallade *pilotskolan*. Vi anser att det är bättre att dessa belönas genom en värdestegring på kapitalet än genom högt betalda styrelsearvoden eftersom styrelsen då inte ser sina uppdrag som en sinekur.



Aktien och emissionserbudandet

Ägarstruktur

Namn	A-aktier	B-aktier	Röster	Kapital
Staffan Persson, familj och bolag		16 618 527	25,13%	25,17%
Peter Lindell, familj och bolag		12 156 828	18,38%	18,41%
Andreas Bunge, familj och bolag*		8 482 135	12,82%	12,84%
Länsförsäkringar Fondförvaltning		2 661 730	4,03%	4,03%
Banco Fonder		2 355 000	3,56%	3,57%
UBS (Luxembourg) S.A		2 250 000	3,40%	3,41%
Ingemar Lundström		1 701 730	2,57%	2,58%
Innovationsbron AB		1 211 668	1,83%	1,84%
N.G.L Förvaltning AB		1 153 837	1,75%	1,75%
Anders Ström Asset Management		1 127 500	1,71%	1,70%
Övriga	12 000	16 398 682	24,82%	24,70%
Summa	12 000	66 117 637	100,00%	100,00%

* Per den 30 september 2009 kompletterat med de för Axier senast kända uppgifterna Källa: Euroclear (fd VPC)

Axier noterar att Accelerator är ett av de få bolagen på de minsta listorna som faktiskt har ett institutionellt ägande. Såväl Banco Fonder som Länsförsäkringar Fonder återfinns i ägarlistan. I övrigt domineras ägarlistan av bolagets styrelse och ledning, något som Axier uppskattar. Att dessa valt att satsa så pass stor del själva tyder på att dessa ser

värden som marknaden missat.

Länsförsäkringar Fondförvaltning gick under oktober månad ut med ett pressmeddelande om att deras fonder har ökat sitt innehav i Accelerator Nordic AB med 2 183 000 aktier. Länsförsäkringar Fondförvaltnings totala aktieinnehav i Accelerator uppgår därefter till 4 844 730 aktier vilket motsvarar 7,3 procent av röster och kapital i Accelerator. Axier vet inte vem eller vilka det är som sålt dessa aktier, men vi kan med säkerhet säga att det inte är någon i styrelse eller ledning då inga flaggningar har skett.

Faktum är, vi noterar att vare sig styrelse eller ledning säljer av aktier, de transaktioner som dessa rapporterar tenderar allihopa att avse köp, vilket vi ser som synnerligen positivt då det visar på en långsiktig tro på Accelerator. Axier är av den åsikten att pilotskolan och så kallade insideraktivitet är något som ger marknaden en vink om hur det står till i bolaget. Dessa har en betydligt större kännedom än bolaget och dess status än vad aktiemarknaden och en aldrig så insatt analytiker kan få, varför vi anser att det gäller att utnyttja den informationsbias som dessa besitter till den egna fördelen.

Accelerators B-aktie noteras sedan den 10 december 2002 på Aktietorget under akronymen ACCE. Det finns i dag omkring 1,600 aktieägare i bolaget vilket gör att det skall finnas en god förutsättning för en väl fungerande handel i aktien. Trots detta har Accelerator valt att teckna ett avtal om likviditetsgaranti för att underlätta handeln i aktien något som Axier anser tyder på en vilja att säkerhetsställa sina aktieägars möjligheter att handla i aktien.

Fondkommissionärsfirman Remium AB är sedan den 2 februari 2009 likviditetsgarant för Acceleratoraktien i syfte att förbättra likviditeten och minska skillnaden mellan köp- och säljkurs för aktien. Likviditetsgarantin säkerställer att skillnaden mellan köp- och säljkurs för Bolagets aktie inte överstiger 4 procent och en aktievolym i orderboken motsvarande minst fyra börsposter på köp- och säljsidan.



Axier har valt att inte göra någon teknisk analys av Accelerator då vi finner att vi inte har tillräckligt med underlag för att kunna genomföra en tillräckligt bra sådan analys. De tekniska analyser Axier genomför väljer vi uteslutande att göra på större bolag då vi funnit att vårt arbetssätt lämpar sig bäst för dessa bolag

Emissionserbudandet

De aktieägarna som på avstämningsdagen den 26 november 2009 var registrerade som aktieägare erhöll 1 teckningsrätt per gammal aktie, oavsett serie.

Fem (5) teckningsrätter (ACCE TR B) ger rätten att teckna en (1) B-aktie till kursen 1,90 SEK. (N 1:5 à 1,90 SEK per B-aktie).

Handel med teckningsrätter (ACCE TR B) pågår den 1 december - 10 december 2009 och teckningsperioden löper till och med den 15 december 2009. Erbjudandet omfattar högst 13 201 927 B-aktier.

Garanterad emission

Accelerators större aktieägare som tillsammans innehar cirka 43,25 procent av röster och kapital i bolaget har ingått förbindelse att teckna sin andel av kapitalanskaffningen. Härutöver garanterar de större aktieägarna Staffan Persson (styrelseordförande) och Peter Lindell (styrelseledamot) genom sina respektive bolag Zimbrine Holding B.V. och Berinor B.V., mot en ersättning om tre procent av det belopp som respektive garant har åtagit sig att teckna utöver sin *pro rata-andel*, resterande del av kapitalanskaffningen upp till cirka 25 miljoner kronor, vilket innebär att kapitalanskaffningen i sin helhet är garanterad.

Axier konstaterar således två saker, dels är garantiersättningen som betalas synnerligen låg. Tre procent är en ersättning som vi nog aldrig sett innan. Vi har tidigare sett exempel på emissioner där garanterna kräver betydligt mer, upp till tre gånger denna procentsats är inte en helt ovanlig ersättning.

Vi tolkar detta som att de största ägarna gärna ser att de får teckna ytterligare aktier, men också som att de tar sitt ansvar mot både bolaget och de övriga aktieägarna. Att huvudägarna inte är främmande för att få på sig ytterligare aktier och öka sin andel genom emissionen indikerar att dessa ser att framtiden är ljus, och dessa har genom styrelserepresentation ett informationsövertag gentemot aktiemarknaden. Om dessa anser att aktien är köpvärd, för det är exakt vad dessa indikerar genom att åta sig att teckna de aktier som de befintliga aktieägarna väljer att inte teckna, så innebär de att dessa tror att värdet på Accelerator är högre än det som åsatts av marknaden.

Fördelen med att emissionen är garanterad är att bolagets ledning kan fokusera på verksamheten och inte behöver ägna sig åt åtgärder och aktiviteter med syfte att erhålla placerare att teckna sig för nya aktier. Garantin innebär att emissionen redan är klar, den stora frågan är vem som kommer äga vad av bolaget den dagen då emissionen är registrerad.



Ekonomiska data

TSEK	2009-Q3	2008-Q3	2008	2007	2006
Nettoomsättning	2 127	2 126	2 834	2 914	3 696
Rörelseresultat efter avskrivningar	-7 155	-6 451	-9 190	-6 686	-4 372
Periodens resultat	-6 583	-5 819	-7 766	-5 952	-4 320
Summa eget kapital och skulder	68 786	52 490	75 836	60 942	41 464
Soliditet (%)	59,7	62,8	60,0	64,4	42,3

Axier har valt att inte lägga någon större vikt vid denna historiska rapport då Accelerator är ett forskningsbolag som till största delen har kostnader, intäkterna kommer först om ett antal år. Vi noterar emellertid att det redan i dag finns en del mindre intäkter vilket vi ser som positivt, det tyder på att Accelerator klarar av att leverera det som bolaget förutsatt sig att göra. Vi väljer emellertid att inte lägga för stor vikt på dessa, utan väljer att fokusera på de framtida intäktsmöjligheterna. I dag lever Accelerator nästan uteslutande på nyemissioner, något som de flesta forskningsbolagen gör. Vi lägger därför ingen större vikt vid dessa, historiska data.

Koncernen har på grund av negativa resultat under tidigare räkenskapsperioder förlustavdrag per 2008-12-31 uppgående till 111,8 MSEK varav moderbolagets del är 66 MSEK. Tilläggas bör att möjligheten att utnyttja förlustavdragen bland annat påverkas av

förändringar i ägarkretsen varför det inte kan uteslutas att en del av förlustavdragen kan bortfalla. Axier ser emellertid dessa som en tillgång, och väljer att värdera dessa till mellan 5 och 8 Mkr då vi gör bedömningen att Accelerator i framtiden kommer att kunna utnyttja åtminstone delar av dessa avdrag gentemot framtida intäkter.

Risker och möjligheter

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag på de mindre listorna är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av de bolagen som finns noterade på dessa listor beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information.

Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor *spread*. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar. Den placerare som väljer att investera i Accelerator i detta skede måste vara medveten om att detta problem är ännu större för ett onoterat bolag. Riskpremien blir således betydligt högre. I gengäld anser Axier att bolagets *pre-money* värdering speglar detta, och att prislappen om 132 Mkr tar hänsyn till en viss *informationsbias*.

Axier är inte helt nöjda med den information som har gått ut från Accelerator. Förvisso deltar bolagets VD, Andreas Bunge, med jämna mellanrum i olika aktiemarknadsaktiviteter, till exempel den kapitalmarknadsdag som anordnades för Aktietorgsbolagen under oktober månad. Problemet med dessa aktiviteter är att det endast är en begränsad skara besökare som tar sig till dessa och att Internet i allt större omfattning används för att söka information.

I samband med skrivandet av denna analys erhöll Axier en mycket omfattande presentation av såväl Accelerator, de bolagen som ingår i portföljen samt framtidsutsikterna. Vi blev glatt förvånade, för även om vi har en god kännedom om de allra minsta bolagen så lärde vi oss mycket av denna. Trots att bolaget varit listat på Aktietorget under snart sju år var vår kännedom om bolaget ganska låg. Vi blev uppriktigt sagt överraskade då vi såg hur pass nära kommersialisering som Accelerator var, och att det dessutom inte bara var en utan flera produkter som inom kort kommer att börja generera löpande intäkter till bolaget. Här ser vi att Accelerator har en del att arbeta med. Det är emellertid positivt för en placerare med en längre placeringshorisont då denne kan komma att gynnas av en framtida uppvärdering av aktien.



SyMRI – av de triggers som Axier ser i Accelerators omfattande produktportfölj. Med hjälp av detta system kan vårdgivarna erhålla ett betydligt bättre beslutsunderlag på en kortare tid. Detta reducerar vårdköerna, samtidigt som vårdgivarnas kostnader reduceras avsevärt.

Den allra största risken som Axier ser med en investering i Accelerator är att bolagets produkter inte når ut till marknaden, att inga licensintäkter kommer bolaget tillgodo. Vi anser emellertid att risken för att detta scenario skall inträffa är låg, men det är en klar risk.

En betydligt större risk är att vi inte ser en förskjutning av bolagets kassaflöden. Förseningar tenderar alltid att uppstå i denna typ av verksamheter, ju mer komplexa och avancerade de är, desto fler faktorer finns det som kan komma att fördröja marknads lanseringen. Nu finns det två stycken avtal som kommer att generera stora intäkter redan under Q4 2010, men det finns en risk för att dessa kan komma att förskjutas till den andra sidan årsskiftet. I och med att vi valt att räkna på ett värde om femtio procent av det diskonterade kassaflödet så anser vi att vi tagit hänsyn till en sådan förskjutning i vår värdering av Accelerator.

Axiers bedömning

Att värdera ett biotech eller läkemedelsbolag handlar om att bedöma sannolikheten för att detta skall komma att lyckas, att produkterna som tas fram i olika laboratorium verkligen når ut på marknaden. I Accelerators fall handlar det inte bara om en produkt, utan en flora av olika produkter och det är egentligen inte en analys som måste göras, det är sex olika analyser som sedan skall sammanfogas till en enda.

Denna analys är på inget sätt en omfattande översikt av Accelerator och den verksamheten som bolaget bedriver, den är istället ganska översiktlig just för att vi vill ha möjligheten att återkomma till de olika bolagen i ett senare skede.

En fundamental analys bygger på att summera och nuvärdesberäkna de framtida beräknade kassaflödena. Problemet med ett förhoppningsbolag, vars produkter ännu inte finns tillgängliga på marknaden, är att det är ytterst svårt att göra en bedömning av de framtida intäkterna. I Accelerators fall är det dessutom ännu svårare, eftersom bolaget är beroende av att det licensierar ut sina patent. Bolaget styr alltså inte själva försäljningsprocessen, det gör licenstagare och partners.

Ingen av de traditionella modeller Axier använder sig av är direkt tillämpliga för att värdera Accelerator. Att använda sig att en *p/e-talsvärdering* låter sig inte göras, inte då bolaget redovisar röda siffror. Axier anser emellertid att en sådan modell är alltför statisk för att värdera tillväxtbolag – oavsett om de visar röda eller svarta siffror. Av denna anledning faller även möjligheten att värdera bolaget enligt en så kallad PEG-modell eftersom tillväxten beräknas komma först om ett eller ett par år, i samband med att licensiering av bolagets patent sker.

Inte heller en *price/sales* värdering är möjlig då Accelerators i dag inte fått fart på sin försäljning. Det förekommer intäkter men dessa är så gott som uteslutande av engångskaraktär varför vi föredrar att inte ta med dessa. Siffran skulle enligt denna modell bli irrelevant eftersom bolagsvärdet delas med noll. I och med en icke-existerande försäljning innebär det vidare att det inte går att göra en DCF-analys som ger riktiga värden. Självklart skulle vi kunna estimerar framtida kassaflöden för samtlig den forskning som bedrivs inom Accelerators olika bolag, men Axier anser att detta skulle innebära allt för mycket av en gissning för att det skall anses vara meningsfullt. Vi väljer därför att endast fokusera på de två produkter som ligger längst fram i kedjan då det är dessa som med största sannolikhet kommer att lyckas.

Till vår hjälp använder vi oss av nedanstående tabell, där värdena i den första tabellen avser sannolikheten att produkten når nästa steg i forskningskedjan medan den andra tabellen visar på sannolikheten att produkten skall gå så pass långt att det är möjligt att kapitalisera på denna. Siffrorna får betraktas som en form av branschstandards och efter vad Axier erfar är vi inte det enda analyshuset som använder sig av dessa.

Fas	Phase to Phase	Phase to Market
Pre-clinical	50	5
Phase I	33	10
Phase II	43	30
Phase III	78	70
Registration	90	90
Market		100

Vi har därför valt att använda oss av dessa sannolikheter i den nedanstående kalkylen. Vi har valt att använda oss av en ganska hög kalkylränta, 15 procent i det nedanstående exemplet, då intäkterna ligger en bit bort i framtiden. Vi är av den åsikten att vi genom denna höga ränta tar hänsyn till de eventuella förseningar som kan komma att dyka upp under resans gång. Det går att argumentera för att det redan beaktas i och med sannolikheten är satt till 70 procent, men vi väljer att vara extra försiktiga i vårt antagande.

Vi har medvetet valt att använda oss av sannolikheten 70 procent, denna kan av vissa anses vara alltför hög för Accelerators projekt. Axier anser att så inte är fallet, inte då det rör sig om redan godkända läkemedel som anpassas till ny användningsområden. Bolagen forskar egentligen inte utan testar befintliga läkemedel för nya indikationer/applikationer. Vi anser att detta ökar på sannolikheten för att dessa skall

kunna komma att nå ut på marknaden.

Vi vill också poängtera att detta rör sig om ett bolag med ett stort antal forskningsprojekt, som var och ett kan komma att betraktas som binärt. De siffror som Axier valt att arbeta med är modest satta, men lyckas Accelerator med att få ut dem till marknaden kan dessa prognoser komma att överstigas med råge. Fördelen med den breda portföljen är att utfallen är oberoende av varandra, till skillnad från många av konkurrenterna. Skulle mot förmodan en av de olika projekten misslyckas innebär inte detta med automatik att de andra gör det också. Hos en konkurrent som satsar på utveckling och bredning av en enda forskningsprodukt innebär ett bakslag att hela bolagets värde kan raseras över en natt. Det problemet slipper aktieägarna i Accelerator.

Observera, vår kalkyl fokuserar endast ett par av de produkter som finns i den forskningsportfölj som Accelerator förfogar över. Att gå igenom samtliga dessa produkter om möjligheter kräver ett betydligt mer omfattande arbete, men Axier har för avsikt att återkomma till i alla fall en eller två av de övriga projekten i framtiden. Observera att vår beräkning inte tar hänsyn till värdet på de aktier som finns i SyntheticMR, där en viss ägarspridning redan påbörjats genom utdelning av teckningsoptioner. Då dessa sedan noteras kommer ytterligare övervärden att synliggöras i koncernen.

Accelerators ledning tror utlicensiering kan komma att ske under 2011 men främst under 2012, vi är försiktiga i vårt antagande, men anser att det är korrekt att anta att så kallade *milestones* kan komma att utbetalas redan 2011. Slutligen har vi valt att åsätta bolaget en femtioprocentig (50 %) småbolagsrabatt just för att det är frågan om ett mindre, för de flesta okänt bolag. På sikt kommer denna emellertid att justeras ned. Vi vill emellertid trycka på det faktum att Accelerator består av sex olika företag, med en mycket bred forskningsportfölj. Axier har endast valt att titta närmare på de projekt som ligger närmast i tiden varför vi medvetet valt att underskatta potentialen i det värde vi ser i Acceleratoraktien.

Varav Accelerator		År till lansering	Sannolikhet	Beräknat värde
PledPharma				
PP-095	60,53%	3	70,00 %	484 997 554
PledPharma				
PP-099	60,53%	4	70,00 %	316 302 752
AddBIO				
Skruvcoat	63,15%	3	70,00 %	75 898 552
Summa				877 198 858
Per aktie, efter emissionen				11,07
Justerat för småbolagsrabatt				5,54

Det är Axiers åsikt att riskerna i Accelerators verksamhet motiveras av det potentiellt höga marknadsvärde som ett tekniskt genombrott kan innebära. Lyckas bolaget kommer

det aldrig mer att behöva vända sig till sina aktieägare annat än för att distribuera utdelningar. Vi rekommenderar våra läsare att teckna sig för Accelerator, med teckningsrätter om sådana finns eller utan stöd med rätter om inget innehav finns i dag.



**Axier Equities har av styrelsen i Accelerator anlitats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

Ingen av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Accelerator. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Accelerator kommer att rapporteras löpande.

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.