



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 03 Februari 2022

# Spago Nanomedical

## Positiv utveckling i projekten

### Finanserat in i Q4'22

Sedan Q2 2021 har vi sett en ökad aktivitet i bolagets båda projekt, vilket höll i sig under det fjärde kvartalet med rörelsekostnader som uppgick till 13,1 mkr (7,2). Med kliniska studier i antågande för Tumorad senare i år och ett utökat studieprogram för SpagoPix så bedömer vi att de kommer att fortsätta uppåt under året. Bolaget hade vid utgången av 2021 en kassa om 52,5 mkr, som vi bedömer ger finansiering in i Q4.

### Bra utveckling i projekten

Året har börjat bra med positiva resultat för den andra dosgruppen i den pågående SpagoPix-studien. Det ser bra ut både vad gäller säkerhet och kontrasteffekt vid MR-undersökningar. Därutöver har bolaget släppt prekliniska resultat för Tumorad i en djurmodell för kolorektalcancer, som visar på att Tumorad signifikant minskar tumörtillväxt och förlänger överlevnaden med 39 procent jämfört med kontrollgruppen.

### Trögt marknadsläge

Vår tro på projekten har stärkts av de positiva resultaten. Vi bedömer dock att bolaget kan komma att invänta ytterligare kliniska data innan regelrätta avtalsförhandlingar för SpagoPix inleds. Därför anser vi att ett licensavtal för SpagoPix är mer troligt 2023 än i år och därmed ett kapitalbehov dessförinnan. För att ta höjd för det och ett svagt marknadsläge justerar vi ned vårt motiverade värde ned till 9-10 kr (11-12).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	9.0 - 10.0	
EPS, justerad 22e	-0.91	0.48	-290.2%	Omsättning, mkr	1	1	73	0	Aktiekurs	4.5
EPS, justerad 23e	0.12	-1.41	-108.6%	Tillväxt	nm	nm	nm	nm	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	-1.31	-1.31	0.0%	EBITDA, mkr	(38.8)	(55.8)	7.4	(80.5)		
				EBIT, mkr	(39)	(56)	7	(81)		
				EPS, justerad	(0.9)	(0.9)	0.1	(1.3)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	4.5	4.9	5.2	3.4		
				EV/Sales	199.1x	164.5x	1.8x	438.7x		
				P/E, justerad	(4.7)x	(4.9)x	36.9x	(3.4)x		
				P/EK	1.0x	0.9x	0.9x	1.3x		
				Nettosk./EBITDA	0.0g	1.2g	(10.6)g	0.0g		
<b>Kommande händelser</b>										
Q1 rapport		27 april 2022								
Q2 rapport		24 augusti 2022								
Q3 rapport		8 november 2022								
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>										
Antal aktier		41m								
Börsvärde		184								
Nettoskuld		(52)								
EV		132								
Free float		71%								
Daglig handelsvolym, snitt		79(k)								
Reuters/Bloomberg		Spag.st/Spag ss								

### Kursutveckling 12 mån



### Analytiker

klas.palin@penser.se



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 03 Februari 2022

## Sammanfattning

### Positiv utveckling i projekten

#### Investment Case

Spago driver två projekt, inriktade mot cancerområden där vi ser stora medicinska behov. Bolagets längst framskridna projekt är SpagoPix, där en fas 1-studie pågår. Med stöd av lovande resultat i prekliniska studier och positiva interimresultat anser vi att risknivån redan väsentligt reducerats. Resultaten ger stöd för mekanismen, att bolagets nanopartiklar ansamlas vid tumörer, då blodkärlen där är porösare och partiklarna kan lämna blodbanan för att ackumuleras. Eftersom projekten bygger på samma mekanism, spiller de positiva resultaten för SpagoPix över på Tumorad. Det är två unika projekt som Spago driver som bör ha en betydande attraktionskraft inom industrin. De främsta riskerna för aktien är förseningar eller bakslag i utvecklingen.

#### Bolagsprofil

Spago Nanomedical är specialiserat på utveckling av nanopartiklar. Bolaget driver två projekt: SpagoPix (nytt kontrastmedel) och Tumorad (cancerterapi). SpagoPix har potential att ersätta etablerade gadoliniumbaserade kontrastmedel på marknaden med bättre kontrastegenskaper och säkerhetsprofil. Störst potential ser vi i Tumorad (SN201), som kan bli ett komplement till etablerade behandlingar av cancer. SN201 är nanopartiklar laddade med radioaktiv isotop som optimerats för att selektivt tas upp av cancerceller. SN201 har visat lovande resultat i prekliniska modeller av aggressiv och spridd cancer.

#### Värdering

Vår uppdaterade SOTP-värdering av Spago Nanomedical ger ett motiverat värde om 9 till 10 kr (11-11). Värderingen bygger på en riskjusterad projektvärdering (SOTP), där vi använder en WACC om 18 procent (15) för att diskontera framtida kassaflöden. Ett annalkande finansieringsbehov och minskad riskaptit på börserna är anledningen till att vi höjt avkastningskravet.

SpagoPix är den främsta värdedrivaren och representerar ca 60 procent av bolagsvärdet. För SpagoPix uppskattar vi marknadspotentialen till USD 300 m inom bröstcancerdiagnostik och modellerar ett licensavtal 2023, där en kontantersättning beräknas till USD 10 m (riskjusterat 73 mkr) och ett totalt avtalsvärde om USD 200 m + 12 procent i royalty. Vi bedömer att SpagoPix kan nå kommersiell fas 2027. För Tumorad uppskattar vi försäljningspotentialen till USD 1 bn. Vi har antagit att Spago driver utvecklingen genom fas 1/2 och därefter söker en licenspartner. Vi modellerar ett avtal 2025 om totalt USD 400 m, varav kontantersättning om USD 30 m + 15 procent i royalty. Vår bedömning är att projektet kan nå kommersiell fas 2028. Våra prognoser är risk-justerade och vi använder en sannolikhet om 26 procent för SpagoPix och 9 procent för Tumorad.

Nedan visas en känslighetsanalys på WACC och sannolikhet (LOA) för SpagoPix-projektet.

		WACC				
		16%	17%	18%	19%	20%
LOA SpagoPix	14%	8,9	8,1	7,5	6,9	6,4
	20%	10,2	9,4	8,7	8,0	7,5
	26%	11,5	10,6	9,8	9,1	8,4
	32%	12,9	11,9	11,0	10,2	9,5
	38%	14,1	13,0	12,0	11,1	10,3

## Underlaget för SpagoPix har förstärkts

Efter en lång väntan nåddes i början av december till slut full patientrekrytering i den andra dosgruppen (sex patienter), i den pågående fas 1-studie för SpagoPix. Analysen av data som presenterades i januari var i linje med de lovande resultat som tidigare rapporterats. Data visar att SpagoPix tolereras väl utan några noterade allvarliga biverkningar. Därtill noteras, i enlighet med förväntad mekanism, att SpagoPix ansamlas vid tumörer och bidrar till förbättrade kontraster av tumörer vid magnetresonanstomografi(MR)-undersökningar. Det leder till bättre detektion av tumörer samt stärker informationen som kan ges om tumören, så som exempelvis identifiering av nekrotisk- (död)vävnad (en svaghet som ofta lyfts fram som hämmande för MR-diagnos vid cancer). Studiens inriktning har varit på bröstcancerpatienter, men det har även noterats bättre bildiagnos av metastaser i lever och pankreas.

Efter de lovande resultaten går studien vidare och fler bröstcancerpatienter kommer att inkluderas. Därtill utökas studien med pankreas- och levercancerpatienter. Vi förväntar oss att nästa steg kan inledas under våren i år och första resultaten under H2 2022.

## Lovande djurdata för Tumorad

I början av 2022 presenterades även prekliniska resultat för Tumorad i en djurmodell för kolorektalcancer. Resultaten från studien indikerar att behandling med Tumorad leder till en signifikant minskad tumörtillväxt och förlängd överlevnad med 39 procent jämfört med kontrollgruppen. Data adderar till tidigare lovande prekliniska resultat som visats i exempelvis en musmodell för aggressiv bröstcancer. Både kolonrektalcancer och aggressiv bröstcancer är två indikationer där det ännu saknas effektiva behandlingar.

Vi förväntar oss mer preklinisk data under 2022, som ska ge stöd för den vidare kliniska utvecklingen av Tumorad. I nuläget är bolaget i förberedelse för att inleda en första klinisk studie, som vi bedömer kan inledas mot slutet av året.

## Vi skjuter fram ett avtal till 2023

Från Q2 2021 har vi sett ökade kostnader i verksamheten, drivet av högre aktivitetsnivå i de två projekten. När nu Tumorad går mot klinisk utvecklingsfas förväntar vi oss att kostnader fortsätter uppåt, vilket är i linje med våra tidigare antaganden. Den främsta förändringen vi gör i vår modell efter Q4 2021-rapporten är att vi skjuter fram tidpunkten för när vi bedömer att bolaget kommer landa ett licensavtal för SpagoPix. Som vi tidigare tagit upp är vi osäkra på huruvida bolaget vill invänta ytterligare data inför en intensifiering av ut-licensieringsprocessen. Expansionen av SpagoPix-studien till att inkludera patienter med lever- och pankreascancer, gör att vi nu lutar mer åt att bolaget kommer invänta data innan processen blir riktigt skarp, och därmed blir det svårt att landa ett avtal redan i år. Utifrån en sådan ändring ser vi ett behov av att stärka finanserna i år och vi inkluderar därför en nyemission om 70 mkr i våra siffror, men hanterar den modellmässigt genom ett högre avkastningskrav 18 procent (15).

Nedan sammanfattas de övergripande estimatändringar vi gjort efter Q4 2021-rapporten.

Prognosförändringar 2022-2023 (SEK m)		2022e	2023e
Nettoomsättning	Nya	0,8	73,4
	Tidigare	69,9	0,5
	(%)	Neg	>100%
EBIT	Nya	-56,2	6,9
	Tidigare	20,8	-56,5
	(%)	Neg	>100%

Det är viktigt att poängtera att bolaget i dagsläget saknar löpande intäkter, varför ljusteringen av tidpunkten för ett licensavtal slår kraftfullt mot estimaten.

## Katalysatorer för aktien

---

Den viktigaste milstolpen och katalysatorn för aktien under kommande tolv månader är om bolaget lyckas knyta en partner till SpagoPix-projektet. Interimsdata som presenterats är mycket lovande och bör locka aktörer som är aktiva inom kontrastmedelsområdet att vilja lägga vantarna på projektet. Ett licensavtal kommer utöver finansiering och riskdelning innebära en viktig extern validering av bolagets projekt. Vi beräknar att ett partneravtal kan ge en värdeökning på minst 50 procent i vår SOTP-modell och ha än kraftfullare effekt på aktien jämfört med aktuell kurs.

## Resultaträkning (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	0,8	73,4	0,3
Övriga intäkter	18,3	29,7	19,0	6,9	5,9	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst	18,3	29,7	19,0	7,2	6,5	0,8	73,4	0,3
Personalkostnader	-11,7	-13,6	-17,0	-14,1	-16,0	-18,4	-20,2	-21,2
Övriga kostnader	-15,4	-26,8	-21,9	-11,8	-29,4	-38,2	-45,8	-59,5
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-8,8</b>	<b>-10,7</b>	<b>-19,8</b>	<b>-18,6</b>	<b>-38,8</b>	<b>-55,8</b>	<b>7,4</b>	<b>-80,5</b>
Avskrivningar	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-9,1</b>	<b>-11,1</b>	<b>-20,2</b>	<b>-19,0</b>	<b>-39,2</b>	<b>-56,2</b>	<b>6,9</b>	<b>-81,0</b>
Finansnetto	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5	0,6
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-9,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-20,2</b>	<b>-18,9</b>	<b>-39,1</b>	<b>-56,0</b>	<b>7,4</b>	<b>-80,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-9,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-20,2</b>	<b>-18,9</b>	<b>-39,1</b>	<b>-56,0</b>	<b>7,4</b>	<b>-80,4</b>

## Balansräkning (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	79,5	108,0	126,1	131,9	136,2	137,6	140,2	141,6
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	1,1	1,1	0,8	1,1	1,1	1,2	1,4	1,5
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>80,6</b>	<b>109,1</b>	<b>127,0</b>	<b>133,0</b>	<b>137,2</b>	<b>138,8</b>	<b>141,6</b>	<b>143,1</b>
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfodringar	0,7	0,7	1,4	1,4	1,9	4,1	4,1	4,3
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	30,3	16,5	12,1	28,4	52,5	66,8	78,3	1,0
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>31,0</b>	<b>17,2</b>	<b>13,6</b>	<b>29,8</b>	<b>54,4</b>	<b>70,9</b>	<b>82,4</b>	<b>5,3</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>111,6</b>	<b>126,3</b>	<b>140,5</b>	<b>162,8</b>	<b>191,6</b>	<b>209,7</b>	<b>224,0</b>	<b>148,4</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
Eget Kapital	107,8	122,2	137,6	159,7	184,8	201,5	213,3	138,0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>107,8</b>	<b>122,2</b>	<b>137,6</b>	<b>159,7</b>	<b>184,8</b>	<b>201,5</b>	<b>213,3</b>	<b>138,0</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	2,1	2,2	0,5	0,9	3,9	4,2	4,8	5,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	1,7	1,9	2,4	2,2	3,0	4,0	5,9	5,4
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>6,8</b>	<b>8,2</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>111,6</b>	<b>126,3</b>	<b>140,5</b>	<b>162,8</b>	<b>191,6</b>	<b>209,7</b>	<b>224,0</b>	<b>148,4</b>

## Kassaflödesanalys (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat Rapporterat	-9,1	-11,1	-20,3	-19,0	-39,1	-52,8	10,9	-75,6
Förändringar i rörelsekapital	1,6	0,6	-1,0	0,2	3,6	-0,7	2,5	-0,5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,5</b>	<b>-21,3</b>	<b>-18,8</b>	<b>-35,6</b>	<b>-53,5</b>	<b>13,4</b>	<b>-76,1</b>
Investeringar	-18,0	-28,9	-18,2	-6,4	-4,6	-2,1	-1,9	-1,2
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-25,5</b>	<b>-39,4</b>	<b>-39,5</b>	<b>-25,1</b>	<b>-40,2</b>	<b>-55,6</b>	<b>11,5</b>	<b>-77,3</b>
Nyemission/återköp	39,1	25,5	35,2	41,4	64,2	70,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>13,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>16,3</b>	<b>24,0</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>-75,3</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Likvida medel</b>	<b>30,3</b>	<b>16,5</b>	<b>12,1</b>	<b>28,4</b>	<b>52,5</b>	<b>66,8</b>	<b>78,3</b>	<b>1,0</b>

## Största ägare och ledande befattningshavare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Peter Lindell	16,07%	16,07%
Avanza Pension	13,41%	13,41%
Mikael Lönn	6,01%	6,01%
Ranny Davidoff	5,58%	5,58%
Övriga	58,93%	58,93%
Ordförande	Eugen Steiner	
CEO	Mats Hansen	
CFO	Hanna Olsson	
Hemsida	Spagonanomedical.se	

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)