

Investment case

Fostroxacitabine bralpamide (fostrox) utvecklas inom primär levercancer (HCC) och är bolagets mest avancerade projekt och betydelsefulla för aktien. Därtill har Medivir en växande portfölj av lovande projekt licensierade till partners och som kan generera intäkter på kort såväl som på längre sikt, vilket ger en attraktiv riskspridning anser vi.

Den unika verkningsmekanismen för fostrox ger projektet en bred potential att kunna kombineras med flera av de etablerade behandlingar inom HCC, varför vi ser en betydande kommersiell potential på över USD 1 md. Behandlingsområdet har genomgått en omfattande breddning, men det handlar fortsatt om två dominerande behandlingsformer, immunterapier och tyrosinkinashämmare (TKI). Fler av de stora spelarna inom cancerfältet är aktiva inom indikationen, något som vi bedömer kan påskynda intresset av att licensiera fostrox, genom att via kombinationsbehandling med fostrox kunna differentiera sin egen behandling mot konkurrenters. En fas 1-studie har slutförts med lovande resultat och i slutet av 2021 inleddes en fas 1b/2a-kombinationsstudie, där fostrox utvärderas tillsammans med immunterapin (Keytruda) eller TKIn (Lenvima).

Medivir är i dag relativt välkapitaliserat, med en kostnadseffektiv organisation och verksamheten är finansierad in i H2 2023. Därmed finansierat för att syna korten i fas 1b/2a-studien för fostrox. Vi bedömer att marknaden underskattar potentialen i fostrox, överskattar riskerna och därtill har ett generellt svagt börsklimat för läkemedelsutvecklare, som sammantaget kan förklara att aktien handlas till en väsentlig rabatt mot vårt motiverade värde.

Bolagsprofil

Medivir är en specialiserad utvecklare av cancerläkemedel. Bolaget har slimmats sin organisation och är idag inriktat på att bygga värden i sina kliniska projekt, där fostrox utvecklas på egen hand inom indikationen HCC. Fostrox är en tumörselektiv oral cancerbehandling. Mekanismen skiljer sig från dagens etablerade behandlingsalternativ inom HCC, därmed finns även potential att uppnå synergier med dessa, vilket backas upp av prekliniska studier. HCC är en elakartad cancerform där överlevnadsutsikterna för patienterna fortsatt är mycket dåliga. Fältet har gått från en godkänd produkt till att idag uppgå till drygt tio godkända behandlingar och kombinationer utav dessa. Trots ett ökat antal godkända behandlingar har merparten samma verkningsmekanism och de kan huvudsakligen kategoriseras i två läkemedelsklasser, immunterapier och läkemedel som är riktade mot signalvägar för att begränsa tumörtillväxt.

Under 2021 slöts ett omfattande avtal för birinapant med IGM Biosciences för de exklusiva globala rättigheterna mot milstolpsersättningar på upp till cirka USD 350m, samt stegvis stegrande royalty upp till "mid-teens" av nettoförsäljningen. IGM framstår för oss som en idealpartner för birinapant, där deras projekt IGM-8444 är en intressant och lovande kombinationsmöjlighet. En fas 1-kombinationsstudie pågår. Bolaget har även tecknat flera avtal kring sina prekliniska projekt, där åtminstone tre är aktiva.

Bolagets organisation har bantats och per den sista juni uppgick antalet anställda till nio. Organisationen leds sedan slutet av januari 2022 av Jens Lindberg. Jens kommer från Sedana Medical, där han varit kommersiell direktör. Han har ett förflutet om mer än 25 år inom läkemedelsindustrin och framför allt från AstraZeneca, där han bland annat arbetat med investerarrationer och olika roller inom kommersialisering. Bolagets aktier är sedan 1996 listade på Nasdaq Stockholm (Stockholmsbörsen) och återfinns på Small cap-listan.

Värdering

Vår värderingsansats av Medivir utgår i från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig och som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Fokus i vår värdering ligger på fostrox och birinapant, där vi ser att det finns en tydlig väg framåt som har stöd av finansiering. Vi har även inkluderat nuvärdesberäknade kassaflöden för Xerclear (munsår) Sammantaget får vi ett NPV om 15,5 kr per aktie och vi sätter vårt motiverade värde till 15-16 kr (oförändrat), när vi använder en WACC på 18 procent.

Sum-of-the-parts Värdering						
Projekt	Indikation	Sannolikhet för godkännade	Peak sales (MUSD)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
Birinapant	Solida tumörer	10%	1 000	2027	201	3,6
Fostroxacitabine	HCC	13%	1 400	2027	557	10,0
Teknologivärde					758	13,6
Xerclear (Munsår)					31	0,5
Nettokassa					142	2,6
Gemensamma kostnader admin					-67	-1,2
NPV					864	
Antal aktier					56	
NPV per aktie					15,5	

*MSEK, USD=10,8 kr

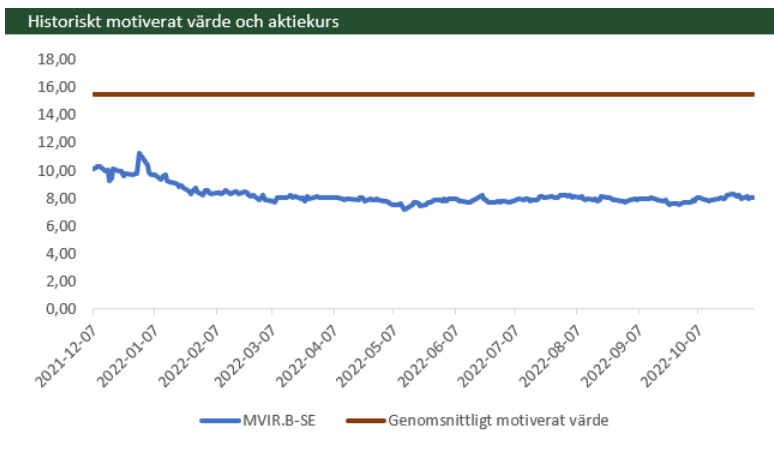
Källa: EPB

Känslighetsanalys per projekt

För att synliggöra hur värdet per aktie i projekten påverkas av ändrade grundantaganden har vi gjort en känslighetsanalys. Vi riktar fokus mot fostroxacitabine och birinapant, där vi ser de största värdena och de projekt som kommer ha störst betydelse på vår värdering.

Känslighetsanalys SOTP-värdering för fostroxacitabine och birinapant											
Fostroxacitabine - LOA / WACC - värde per aktie						Birinapant - LOA / WACC - värde per aktie					
	16%	17%	18%	19%	20%		16%	17%	18%	19%	20%
7%	6,5	5,9	5,5	5,1	4,7	4%	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
10%	9,4	8,6	8,0	7,4	6,8	7%	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3
13%	11,8	10,9	10,0	9,3	8,6	10%	4,1	3,9	3,6	3,4	3,2
16%	15,1	13,9	12,8	11,9	11,0	13%	5,3	5,0	4,6	4,3	4,1
19%	17,9	16,5	15,2	14,1	13,0	16%	6,4	5,9	5,6	5,2	4,9

Källa: EPB



Källa: EPB, Factset

Värdering av jämförbara bolag

Eftersom Medivir ännu inte nått lönsamhet i sin verksamhet anser vi att vedertagna nyckeltal inte är särskilt användbara vid en relativvärdering. I stället använder vi oss av teknologivärdet (EV) för att bedöma värderingen av Medivir i relation till liknande bolag som är listade i Sverige och i ett liknande utvecklingskede.

Urval av jämförbara bolag

(MSEK)	Marknads- värde	Aktiepris	Netto- kassa	Teknologi- värde (EV)	Utvecklings- fas	Antal aktiva kliniska projekt	Antal partners
Listade jämförbara onkologi-bolag							
Active Biotech	286	1,08	55	231	Fas 1-2	2	1
Alligator Bioscience	328	1,48	147	180	Fas 1-2	2	0
Bioinvent	2 524	38,9	1 664	860	Fas 1	3	1
Cantargia	620	3,71	580*	40	Fas 2	1	0
Medivir	450	8,07	163	287	Fas 1-2	2	1
Medel	939			328			
Median	474			206			

*per den sista juni (uppskattad)

Ovanstående relativvärdering är ett trubbigt instrument, men den ger i alla fall en grov bild. Vi kan konstatera att många av värderingarna kommit ned ordentligt i år och det är särskilt tydligt för de bolag som tagit in kapital, så som för Cantargia. Även om värderingen för Medivir hållit emot relativt väl i år, framstår inte värderingen särskilt hög mot jämförelsebolagen. Något som vi tycker borde premieras är att Medivir har en partner till birinapant och därtill lyckats licensiera flera av sina projektet i preklinisk fas.

Scenarioanalys

Nyhetsflöde är en viktig drivkraft för aktien och vi räknar med att bolaget kommer kunna leverera flera signifikanta besked under de kommande två åren, där studieresultat för fostrox har potential att bli det med störst genomslag på värderingen. Vi räknar med att bolaget under H2 2022 kommer att kunna ge de första indikationerna kring utvecklingen i doseskaleringsfasen för fostrox. Därtill förväntar vi oss första data från birinapant-studien som genomförs av IGM Biosciences. I ett scenario där fas I/II-studien för fostrox är framgångsrik, som ger stöd för vidareutveckling, ser vi en potentiell uppsida i värderingen mot 40–50 kr.

Risker i våra antaganden

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär en hög risk och nedan belyser vi några viktiga risker som bör betänkas vid en investering.

Fördröjningar i studier: För bolagets projekt i klinisk fas finns många konkurrerande projekt där det parallellt pågår kliniska studier och som kan begränsa tillgången av relevanta patienter. Ett annat osäkerhetsmoment som begränsat tillgängligheten är Covid-19 som minskat patienters vilja att delta i studier.

Negativt utfall i studier: Den mest uppenbara risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten från de kliniska studierna blir negativt. Utifrån den tidiga utvecklingsfas fostrox och birinapant befinner sig i är utvecklingsrisken betydande, vilket synliggörs med låg sannolikhet för att projekten når marknaden.

Finansiering: Att bedriva klinisk utveckling är kostsamt och ett bolag som Medivir har ett återkommande kapitalbehov. Vi ser möjligheter att Medivir kan generera intäkter från befintliga partners, men även lyckas knyta nya till sina egna projekt och därmed generera kassaflöden redan innan produkterna finns på marknaden. Nuvarande finansiering bedömer vi tar bolaget genom 2023.

Utveckling i Q3

Det viktigaste i samband med Q3-rapporten var beskedet om att patientrekryteringen i fostrox-studien nu har fått upp farten, efter justeringar i protokoll, som meddelades i förra rapporten. Rekryteringen löper nu enligt plan och vi kan därför fortsätta att förvänta oss att fas 1b-delen i studien når full rekrytering i anslutning till årsskiftet.

Nettoomsättningen under perioden tickade upp till 1,1 mkr (0,8), där det primärt handlar om Xerclear-royalty. Rörelsekostnaderna ökade till 16,6 mkr (14,0), men var lägre än i Q2. Vi räknar dock med en vändning uppåt från och med innevarande kvartal, då rekryteringstakten i fostrox-studien nu är återupprättad.

Kassaflödet från den löpande verksamheten hamnade på -19,7 mkr (-20,0) och det tyngdes av tillfälliga negativa rörelsekapitalförändringar om 5,2 mkr. Vid utgången av Q3 uppgick likvida medel till 142,2 mkr.

Inget nytt framkommer från bolagets utlicensierade projekt. För birinapant pågår rekrytering av patienter i den fjärde dosgruppen och vi ser fram emot nästa steg som har potential att generera milstolpsbetalning till Medivir.

Prognosförändringar

Efter Q3'22-rapporten har vi tagit ned kostnadsförväntningarna för i år, men gör i övrigt marginella förändringar.

Prognosförändringar 2022-2024 (mkr)

		2022	2023	2024
Nettoomsättning	Nya	3,1	22,8	69,3
	Tidigare	2,7	22,3	67,6
	Diff	15%	2%	3%
EBIT	Nya	-91,3	-103,4	-85,1
	Tidigare	-103,2	-104,3	-81,9
	Diff	13%	1%	-4%
EPS	Nya	-1,7	-1,9	-1,5
	Tidigare	-1,9	-1,9	-1,5
	Diff	13%	1%	-3%

Källa: EPB

Vår bedömning är fortsatt att bolaget har finansiering genom 2023, där vi inkluderat en riskjusterad milstolpsersättning om 18,9 mkr i våra estimat för 2023. Vi vill även poängtera att vi i våra prognoser tagit med en finansiering om 100 mkr under 2023 för att täcka förväntade underskott till och med 2024 (riskjusterade estimat). Vi utesluter inte att det kan finnas ytterligare finansieringsbehov.

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	24	9	14	26	3	22	68
Övriga rörelseintäkter	6	3	27	10	2	2	2
Totala intäkter	29	11	41	36	5	24	70
Bruttoresultat	29	11	41	36	5	24	70
Totala rörelsekostnader	-356	-130	-80	-95	-94	-126	-154
EBITDA	-326	-119	-38	-59	-89	-102	-84
EBITDA, justerad	-326	-119	-38	-59	-89	-102	-84
Totala avskrivningar	-25	-7	-4	-3	-3	-2	-2
EBIT	-351	-126	-43	-62	-91	-104	-87
EBIT, justerad	-351	-126	-43	-62	-91	-104	-87
Finansnetto	1	3	0	0	-2	-2	-1
Resultat före skatt	-350	-123	-43	-63	-94	-106	-88
Resultat före skatt, justerad	-350	-123	-43	-63	-94	-106	-88

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-351	-126	-43	-62	-91	-104	-87
Förändringar i rörelsekapital	-28	-16	-2	12	-7	-1	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-321	-148	-58	-49	-100	-108	-84
Investeringar	-5	4	5	0	0	0	-2
Fritt kassaflöde	-326	-144	-53	-49	-100	-108	-85
Nyemission / återköp	144	-7	-12	199	-2	94	0
Kassaflöde	-181	-150	-65	151	-102	-15	-85
Nettoskuld	-286	-135	-70	-221	-119	-105	-20

Källa: EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	97	96	96	96	96	96	96
Materiella anläggningstillgångar	11	23	16	14	15	13	13
Övriga anläggningstillgångar	0	21	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	108	141	113	110	111	109	109
Kundfordringar	25	18	9	5	6	6	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	286	135	70	221	119	105	20
Summa omsättningstillgångar	312	153	79	226	125	111	27
SUMMA TILLGÅNGAR	419	293	191	336	236	220	136
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	308	184	142	281	189	174	85
Summa eget kapital	308	184	142	281	189	174	85
Övriga långfristiga skulder	15	54	15	13	12	12	15
Summa långfristiga skulder	15	54	15	13	12	12	15
Övriga kortfristiga skulder	97	55	35	42	34	33	36
Summa kortfristiga skulder	97	55	35	42	34	33	36
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	419	293	192	336	236	220	136

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	N.m.	>100%	N.m.	N.m.	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	64%	68%	N.m.	N.m.	N.m.	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	64%	66%	N.m.	N.m.	N.m.	16%
EPS-tillväxt, justerad	-	65%	65%	35%	N.m.	N.m.	17%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kundfordringar / totala intäkter	86%	>100%	22%	13%	>100%	25%	10%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	42%	44%	44%	36%	27%	23%
Rörelsekapital / totala intäkter	-243%	-322%	-62%	-104%	-542%	-113%	-42%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,3x	0,1x	0,0x	0,1x	0,8x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-286	-135	-70	-221	-119	-105	-20
Soliditet	73%	63%	74%	84%	80%	79%	62%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,9x	-0,7x	-0,5x	-0,8x	-0,6x	-0,6x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	0,9x	1,1x	1,8x	3,7x	1,3x	1,0x	0,2x

Källa: EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-14,4	-5,08	-1,75	-1,13	-1,68	-1,89	-1,58
EPS, justerad	-14,4	-5,08	-1,75	-1,13	-1,68	-1,89	-1,58
FCF per aktie	-13,4	-5,92	-2,17	-0,88	-1,80	-1,94	-1,53
Eget kapital per aktie	12,7	7,59	5,84	5,04	3,40	3,12	1,52
Antal aktier vid årets slut, m	24,3	24,3	24,3	55,7	55,7	55,7	55,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,3	24,3	24,3	55,7	55,7	55,7	55,7

Källa: EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	-1,4x	-2,0x	-3,9x	-9,9x	-4,8x	-4,2x	-5,1x
P/EK	1,6x	1,3x	1,2x	2,2x	2,4x	2,6x	5,3x
P/FCF	-1,5x	-1,7x	-3,1x	-12,8x	-4,5x	-4,1x	-5,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	6,5x	9,9x	2,3x	11,3x	62,1x	14,1x	6,1x
EV/EBITDA, justerad	-0,6x	-0,9x	-2,5x	-6,8x	-3,7x	-3,4x	-5,1x
EV/EBIT, justerad	-0,5x	-0,9x	-2,2x	-6,5x	-3,6x	-3,3x	-4,9x
EV	191	113	96	403	329	344	428
Aktiekurs	19,7	10,2	6,8	11,2	8,0	8,0	8,0

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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