



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 12 december 2022

# Ascelia Pharma

## Nytt rekryteringsmål

### Ändrad omfattning av SPARKLE-studien

Ascelia meddelade under förgående vecka att de planerar att stänga fas III-studien med Orviglance med 80 patienter i stället för ~200 som tidigare kommunicerat. Detta eftersom effekten av kontrastmedlet är starkare än vad de tidigare räknat med och bedömer att en statistiskt signifikant effekt kan uppvisas med endast n=80. Vi ger i den här analysuppdateringen vår syn på den ändrade omfattningen av studien.

### Fortsatt goda odds för positiv utläsning

En elak tolkning av beslutet är att den tröga rekryteringstakten fått bolaget se över alternativ att få studien i hamn, snarare än att primärt vara drivet av att man upptäckt en starkare effekt av Orviglance. Oavsett så anser vi att beslutet att reducera studieunderlaget, givet läget, är rationellt om det är så att effektstorleken är 2–3 gånger större än vad bolaget antagit vid designen av studien.

Vi väljer att behålla en hög sannolikhet för ett marknadsgodkännande (77%) då vi fortsatt anser att studien är riskreducerad i jämförelse med ett mer standardmässigt registreringsgrundande program. Vi väljer dock att höja avkastningskravet till 18% (16%) då vi ser en tydligt förhöjd riskpremie i marknaden.

### Nytt motiverat värde

Vårt nya motiverade värde är 30–32 kronor per aktie (52–54). Givet att det nya rekryteringsmålet uppnås, så ser vi ett attraktivt läge i aktien utifrån den höga sannolikheten för ett positivt utfall. Vi bedömer dock att aktien kan komma att handlas avvaktande till dess att sista patienten blivit rekryterad.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk															
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	30 - 32 kr													
EBITDA, just.	-123	0,0	-165	0,0	Totala intäkter	0	0	0	8	Aktiekurs	15,9 kr												
EPS, just.	-3,6	0,0	-4,8	0,0	Intäktstillväxt	N.m.	0%	0%	>100%	Riskenivå	Hög												
<b>Kommande händelser</b>				<b>EBITDA, just.</b>				<b>Kursutveckling 12 mån</b>															
Q4 - rapport	10 februari 2023			EBIT, just.	-138	-123	-165	-240															
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS, just.	-3,6	-3,6	-4,8	-6,9															
Antal aktier	35m			EPS-tillväxt	N.m.	2%	N.m.	N.m.	8,1														
Börsvärde	549			EK/aktie	8,9	5,3	15,0	8,1	Neg.														
Nettoskuld	-180			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV	369			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Free float	68%			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Daglig handelsvolym, snitt	202k			EV/Sales	N.m.	N.m.	N.m.	41,6x	Neg.														
Bloomberg Ticker	ACE SS EQUITY			P/EK	3,4x	3,0x	1,1x	2,0x	Neg.														
<b>Analytiker</b>				Nettoskuld/EBITDA	1,9x	1,1x	2,9x	0,9x	<b>Intressekonflikter</b>														
Ludvig Svensson								<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>					Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
ludvig.svensson@penser.se																							

## Investment case

I Ascelia ser vi ett biotechbolag med ett starkt kommersiellt fokus inom onkologi. Bolagets filosofi är att utveckla särläkemedel med en relativt hög sannolikhet att nå marknad (kontrastmedel, omformulering av kända substanser, mm).

Den ledande kandidaten Orviglance är ett leverspecifikt kontrastmedel som adresserar patienter med svag njurfunktion – en patientpopulation där inga alternativ idag finns att tillgå. Vid MR-undersökning riskerar därmed läkare att missa levermetastaser som behöver opereras bort. Baserat på starka fas II-data från ett flertal oberoende studier och en känd aktiv substans (mangan), bedömer vi att Orviglance har en mycket god sannolikhet att visa positiva data i den pågående fas III-studien (90%) och slutligen nå marknad (77%). Signifikant högre än genomsnittsläkemedlet i samma kliniska fas (~50%).

Under 2024 kan Orviglance bli det första kontrastmedlet på marknad för dessa patienter – en marknad värd upp till USD 600m årligen i USA, Europa och Japan – där vi estimerar en global toppförsäljning om USD +200m. I USA planerar Ascelia att sälja Orviglance genom en egen säljstyrka för att fånga det fulla värdet av produkten, och vi ser framför oss lukrativa rörelsemarginaler om +50% för denna affär.

Utöver Orviglance utvecklar Ascelia Oncoral - en oral formulering av den välkända cancerdödande substansen irinotecan. Genom en oral formulering är ambitionen att få en: 1) bättre effekt, 2) bättre biverkansprofil, 3) bekvämare administrering för patienter. Trots sitt relativt tidiga stadiet har Ascelia slutit ett spännande samarbetsavtal med Taiho Pharma, en internationell spelare inom onkologifältet, där Oncoral ska utvärderas tillsammans med Taihos Lonsurf i en fas II-studie inom magsäckscancer. Vi bedömer att samarbetet har potential att utvecklas till ett formellt licensavtal vid positiva data.

### Bolagsprofil

Ascelia är ett bioteknikbolag som för närvarande har två produktkandidater under klinisk utveckling: Orviglance (ett leverspecifikt kontrastmedel baserat på mangan) och Oncoral (en oral formulering av irinotecan för behandling av magsäckscancer).

### Värdering

Vi tillämpar en riskjusterad sum-of-the-parts modell vid vår värdering av Ascelia. I vår sum-of-the-parts värdering har vi räknat på varje enskild indikation var för sig för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vårt motiverade värde är 30–32 kronor per aktie.

## Bakgrund

Ascelia meddelade under förgående vecka att de planerar att stänga fas III-studien med Orviglance med 80 patienter i stället för ~200 som tidigare kommunicerat. Detta eftersom effekten av kontrastmedlet är starkare än vad de tidigare räknat med och bedömer att en statistiskt signifikant effekt kan uppvisas med endast n=80. Under telefonkonferensen fick vi veta att effektstorleken är 2–3 gånger högre än bolagets förväntningar innan studien initierades. Utläsningen från studien blir dock försenad och bedöms kunna ske under mitten av 2023 (tidigare H1 2023), givet att sista patient rekryteras under februari/mars 2023. Den ändrade omfattningen av studien är förankrad hos amerikanska FDA.

## Vår kommentar

Det är enligt oss en besvikelse att endast 58 patienter rekryterats sedan studien initierades då vi antagit att nästan samtliga 197 patienter var i målet vid det här laget (givet tidigare guidance om LPI innan årets slut). Samtidigt är det också svårt att bortse från de många externa faktorer som har påverkat möjligheten att rekrytera patienter under studiens gång.

En elak tolkning av beslutet är att den tröga rekryteringstakten fått bolaget titta över alternativ att få studien i hamn, snarare än att beslutet är drivet av man upptäckt en starkare effekt av Orviglance. Oavsett så anser vi att beslutet att reducera studieunderlaget till n=80 från tidigare n=197 är rationellt om det är så att effektstorleken är 2–3 gånger större än vad bolaget antagit vid power-uträkningen i designen av studien. En större effektstorlek med Orviglance innebär, allt annat lika, att inte lika många patienter behöver inkluderas i studien för att lyckas uppvisa en statistisk signifikant effekt jämfört med kontrollarmen. Ascelia uppger i sitt konferenssamtal att de, trots nedskärningen till 80 patienter, anser att de applicerat konservativa antaganden kring förväntad effektstorlek (vi tolkar detta som att de hade kunnat gå ner till ännu färre patienter och ändå lyckas uppvisa statistisk signifikans).

Bolaget nämner även i pressmeddelandet att den ändrande omfattningen av SPARKLE-studien är förankrad hos amerikanska FDA. Det här är i våra ögon mycket viktig information eftersom FDA visar att de är öppna för att godkänna Orviglance med det mindre patientunderlaget, förestås givet en positiv risk/benefit-profil. Vi väljer att behålla en hög sannolikhet för ett marknadsgodkännande (77%) då vi fortsatt anser att studien är riskreducerad i jämförelse med ett mer standardmässigt registreringsgrundande program. Vi väljer dock att höja avkastningskravet till 18% (16%) då vi ser en tydligt förhöjd riskpremie i marknaden.

Vi har noterat kommentarer kring att den tröga rekryteringstakten till studien skulle indikera ett lågt kommersiellt intresse för Orviglance. Vår bedömning är att det är svårt att dra några slutsatser kring att marknadspotentialen, i det här läget, skulle vara lägre än vad bolaget uppger. Vi bedömer att den totala marknadspotentialen är intakt, men att marknadsupptaget för kan komma att bli trögare än vad vi tidigare förutspått. Som en konsekvens av detta väljer vi att anta en flackare lanseringskurva för Orviglance och att en lansering nu sker under H2 2024 (tidigare H1 2024).

Vårt nya motiverade värde är 30–32 kronor per aktie (52–54).

Estimatförändringar		2022E	2023E	2024E
Försäljning	Nya	0	0	8
	Tidigare	0	0	83
Rörelseresultat	Nya	-123	-165	-240
	Tidigare	-123	-245	-248

Källa: EPB

## DCF

### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	902
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
<b>Enterprise value</b>	<b>902</b>
Latest net debt	-180
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>1082</b>
No. of shares outstanding (millions)	34.6
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>31</b>

### WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	4%
Extra risk premium	6%
WACC	18.0%

### Sensitivity analysis

WACC	16%	17%	<b>18%</b>	19%	20%
NPV	1340	1205	<b>1082</b>	971	870
NPV/share	39	35	<b>31</b>	28	25

### Implicit multipl.

2022e

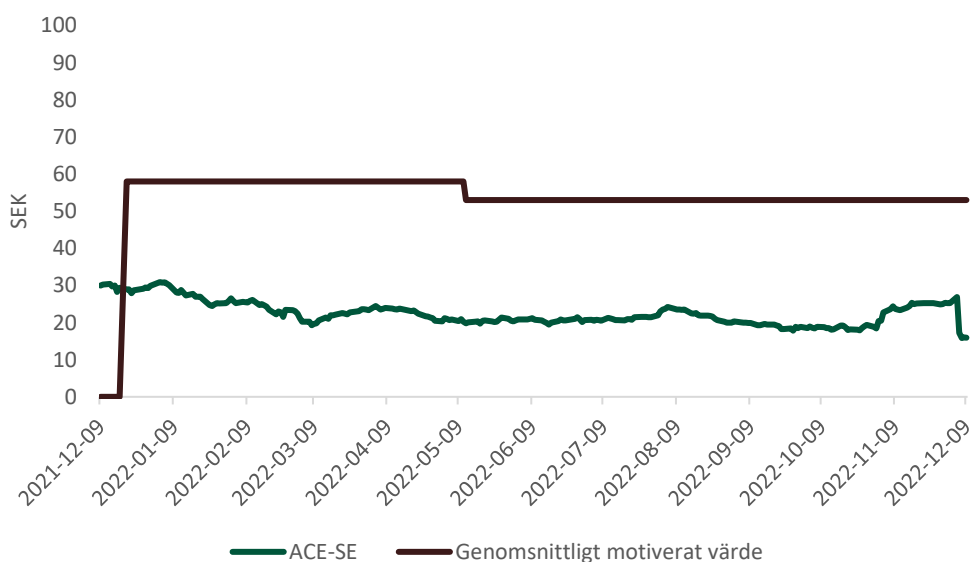
EV/Sales	nm.
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	15.9

### Terminal value assumptions

Long term growth rate	nm.
Long term EBIT margin	nm.
Depreciation (% of sales)	nm.
Capex (% of sales)	nm.
Working cap. (% of sales)	nm.
Tax rate	nm.

Källa: Bolaget, EPB

## Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

## Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	0	0	0	0	8
<b>Totala intäkter</b>	0	0	0	0	8
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	-1
<b>Bruttoresultat</b>	0	0	0	0	7
Totala rörelsekostnader	-93	-138	-123	-165	-247
<b>EBITDA</b>	-93	-138	-123	-165	-240
<b>EBITDA, justerad</b>	-93	-138	-123	-165	-240
<b>EBITA, justerad</b>	(93)	(138)	(123)	(165)	(240)
<b>EBIT</b>	-93	-138	-123	-165	-240
<b>EBIT, justerad</b>	-93	-138	-123	-165	-240
Finansnetto	-6	8	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-100	-130	-123	-165	-240
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-100	-130	-123	-165	-240
Total skatt	1	4	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	-99	-126	-123	-165	-240
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-99	-126	-123	-165	-240

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-93	-138	-123	-165	-240
Övriga kassaflödesposter	9	8	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-2	0	-10
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-85</b>	<b>-116</b>	<b>-125</b>	<b>-165</b>	<b>-250</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-9</b>	<b>-117</b>	<b>-126</b>	<b>-166</b>	<b>-251</b>
Nyemission / återköp	93	185	0	500	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>83</b>	<b>68</b>	<b>-126</b>	<b>334</b>	<b>-251</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-185</b>	<b>-262</b>	<b>-136</b>	<b>-471</b>	<b>-220</b>

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Övriga immateriella tillgångar	57	57	57	58	58
Materiella anläggningstillgångar	2	2	2	2	2
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
Kundfordringar	0	0	0	0	2
Övriga omsättningstillgångar	8	6	9	9	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	185	262	136	471	220
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>196</b>	<b>275</b>	<b>154</b>	<b>489</b>	<b>225</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>213</b>	<b>548</b>	<b>285</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	236	308	185	520	280
<b>Summa eget kapital</b>	<b>236</b>	<b>308</b>	<b>185</b>	<b>520</b>	<b>280</b>
Övriga långfristiga skulder	1	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Leverantörsskulder	4	6	9	9	2
Övriga kortfristiga skulder	1	3	4	4	1
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>5</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>213</b>	<b>548</b>	<b>285</b>

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	N.m.	0%	0%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	11%	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	11%	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	2%	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	100,0%	100,0%	100,0%	90,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Avkastning

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

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	-	-	-	50%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	-	55%	20%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	-	-	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	18%	23%	17%	2%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-120940%	-100000%	-99895%	4%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-185	-262	-136	-471	-220
Soliditet	92%	92%	87%	95%	98%
Nettoskulsättningsgrad	-0,8x	-0,8x	-0,7x	-0,9x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	2,0x	1,9x	1,1x	2,9x	0,9x

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-3,44	-3,64	-3,56	-4,77	-6,94
EPS, justerad	-3,44	-3,64	-3,56	-4,77	-6,94
FCF per aktie	-0,33	-3,37	-3,63	-4,78	-7,25
Eget kapital per aktie	8,22	8,90	5,34	15,0	8,08
Antal aktier vid årets slut, m	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	6,9x	3,4x	3,0x	1,1x	2,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	77 121,1x	41 341,4x	7 893,9x	41,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	1 434	771	413	79	330
Aktiekurs	56,4	29,9	15,9	15,9	15,9

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Disclosure

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 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 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](http://www.penser.se)