



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 13 februari 2023

# Ascelia Pharma

## Q4 – fullt fokus på patientrekrytering

### Q4 – fullt fokus på patientrekrytering

Ascelia levererade under fredagen en rapport i linje med våra förväntningar. Det viktigaste är att patientrekryteringen till SPARKLE-studien går enligt plan. Under slutet av januari meddelade bolaget att totalt 71 av 80 patienter rekryterats till studien. Motsvarande siffra för december var 65 patienter. Extrapolerar vi tidigare månaders utveckling anser vi att dagens siffra stödjer Ascelias tidsplan om att studien ska vara fullrekryterad under februari/mars.

### Ändrad omfattning av SPARKLE-studien

Den viktigaste händelsen under kvartalet var att Ascelia ändrade omfattningen av den globala, registreringsgrundande fas III-studien med Orvigance. Studien planeras att stänga med 80 patienter i stället för ~200 som tidigare kommunicerat. Detta eftersom effekten av kontrastmedlet varit starkare än vad bolaget tidigare räknat med och de bedömer att en statistiskt signifikant effekt kan uppvisas med endast n=80. Den nya omfattningen av studien är förankrad hos amerikanska FDA, vilket enligt oss innebär en fortsatt god sannolikhet för ett USA-godkännande – förstås givet att vi ser en positiv risk/benefit-profil för Orvigance i studien.

### Ingen förändring i vår värdering

Finansiellt stack inte rapporten ut särskilt mycket. Bolaget ökade lite mer på FoU jämfört med tidigare kvartal, vilket är naturligt då aktiviteten i SPARKLE-studien ökat. Kassen i slutet av perioden var cirka 150 mkr, vilket vi bedömer är tillräckligt för att finansiera verksamheten in i andra halvåret 2023. Vi skruvar endast marginellt på våra estimat och upprepar vårt motiverade värde om 30–32 kronor per aktie.

Vi räknar med att kunna få besked om sista patient rekryterad till studien redan under februari (senast mars), vilket blir en trigger för aktiekursen. Topline-data från studien bör då kunna presenteras under tidig sommar.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	30 - 32 kr
Totala intäkter	0,0%	0,0%	-	0	0	8	107	Aktiekurs	14,2 kr
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	-	0%	0%	>100%	>100%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	8,4%	5,8%	-	-147	-165	-240	-255		
<b>Kommande händelser</b>									
Q1 - rapport		11 maj 2023							
Q2 - rapport		18 augusti 2023							
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>									
Antal aktier			35m						
Börsvärde			488						
Nettoskuld			-138						
EV			350						
Free float			68%						
Daglig handelsvolym, snitt			53k						
Bloomberg Ticker			ACE SS EQUITY						
<b>Analytiker</b>									
Ludvig Svensson									
ludvig.svensson@penser.se									
								<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
								<b>Intressekonflikter</b>	
								Yes	No
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

## 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.

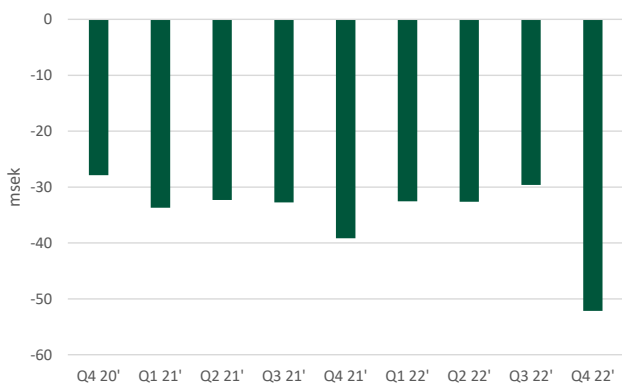
## Q4 – fullt fokus på patientrekrytering

Ascelia levererade under fredagen en rapport i linje med våra förväntningar. Det viktigaste är att patientrekryteringen till SPARKLE-studien går enligt plan. Under slutet av januari meddelade bolaget att totalt 71 av 80 patienter rekryterats till studien. Motsvarande siffra för december var 65 patienter. Extrapolerar vi tidigare månaders utveckling anser vi att dagens siffra stödjer Ascelias tidsplan om att studien ska vara fullrekryterad under februari/mars.

Den viktigaste händelsen under kvartalet var att Ascelia ändrade omfattningen av den globala, registreringsgrundande fas III-studien med Orviglance. Studien planeras att stänga med 80 patienter i stället för ~200 som tidigare kommunicerat. Detta eftersom effekten av kontrastmedlet varit starkare än vad bolaget tidigare räknat med och de bedömer att en statistiskt signifikant effekt kan uppvisas med endast n=80. 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. Den nya omfattningen av studien är förankrad hos amerikanska FDA, vilket enligt oss innebär en fortsatt god sannolikhet för ett USA-godkännande – givet att vi ser en positiv risk/benefit-profil för Orviglance i studien.

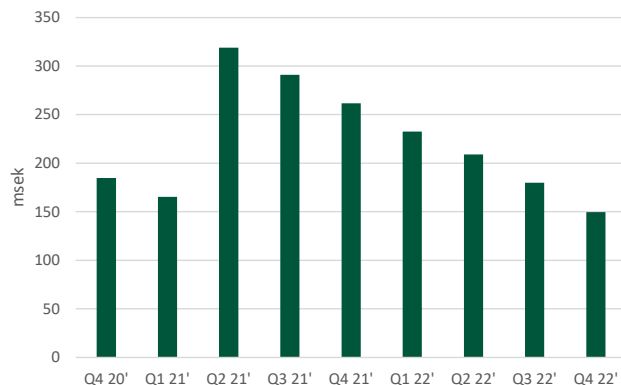
Finansiellt sticker inte rapporten ut särskilt mycket. Bolaget ökade lite mer på FoU jämfört med tidigare kvartal, vilket är naturligt då aktiviteten i SPARKLE-studien ökat. Kassan i slutet av perioden var cirka 150 mkr, vilket vi bedömer är tillräckligt för att finansiera verksamheten in i andra halvåret 2023.

EBIT, kvartalsbasis



Källa: Bolaget, EPB

Kassa, kvartalsbasis



Källa: Bolaget, EPB

## DCF

### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	936
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
<b>Enterprise value</b>	<b>936</b>
Latest net debt	-138
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>1074</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	1335	1199	<b>1074</b>	961	859
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	14.1

### 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

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	0	0	0	0	8	107
<b>Totala intäkter</b>	0	0	0	0	8	107
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	-1	-10
<b>Bruttoresultat</b>	0	0	0	0	7	97
R&D-kostnader	-65	-108	-118	-115	-128	-133
Övriga rörelsekostnader	-29	-30	-29	-50	-119	-219
<b>EBITDA</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-165</b>	<b>-240</b>	<b>-255</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-165</b>	<b>-240</b>	<b>-255</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-165</b>	<b>-240</b>	<b>-255</b>
<b>EBIT</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-165</b>	<b>-240</b>	<b>-255</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-165</b>	<b>-240</b>	<b>-255</b>
Finansnetto	-6	8	14	14	14	14
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-100</b>	<b>-130</b>	<b>-133</b>	<b>-151</b>	<b>-226</b>	<b>-241</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-100</b>	<b>-130</b>	<b>-133</b>	<b>-151</b>	<b>-226</b>	<b>-241</b>
Total skatt	1	4	2	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-99</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>	<b>-151</b>	<b>-226</b>	<b>-241</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-99</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>	<b>-151</b>	<b>-226</b>	<b>-241</b>
Intäktstillväxt	-	N.m.	0%	0%	>100%	>100%
Bruttomarginal	Neg.	100,0%	100,0%	100,0%	90,0%	90,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-3,44	-3,64	-3,79	-4,37	-6,54	-6,96
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-93	-138	-147	-165	-240	-255
Övriga kassaflödesposter	9	8	6	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	15	-16	5	-15
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-85</b>	<b>-116</b>	<b>-126</b>	<b>-181</b>	<b>-235</b>	<b>-270</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	76	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>76</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-9</b>	<b>-117</b>	<b>-126</b>	<b>-182</b>	<b>-235</b>	<b>-270</b>
Nyemission / återköp	93	185	0	300	300	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>93</b>	<b>185</b>	<b>0</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>83</b>	<b>68</b>	<b>-126</b>	<b>118</b>	<b>65</b>	<b>-270</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-185</b>	<b>-262</b>	<b>-150</b>	<b>-282</b>	<b>-360</b>	<b>-104</b>

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Övriga immateriella tillgångar	57	57	57	57	58	58
Materiella anläggningstillgångar	2	2	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
Varulager	0	0	0	0	0	5
Kundfordringar	0	0	0	0	2	11
Övriga omsättningstillgångar	12	13	11	18	10	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	185	262	150	282	360	104
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>196</b>	<b>275</b>	<b>161</b>	<b>300</b>	<b>372</b>	<b>138</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>219</b>	<b>358</b>	<b>431</b>	<b>197</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	236	308	181	330	404	163
<b>Summa eget kapital</b>	<b>236</b>	<b>308</b>	<b>181</b>	<b>330</b>	<b>404</b>	<b>163</b>
Övriga långfristiga skulder	1	1	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Leverantörsskulder	4	6	16	9	9	11
Övriga kortfristiga skulder	14	19	22	19	18	24
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>34</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>219</b>	<b>358</b>	<b>431</b>	<b>197</b>

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	N.m.	0%	0%	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	100,0%	100,0%	100,0%	90,0%	90,3%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	-	-	50%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	-	55%	20%	10%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	-	-	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	18%	26%	17%	11%	9%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-120940%	-262020%	-99895%	-191%	0%

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-185	-262	-150	-282	-360	-104
Soliditet	92%	92%	83%	92%	94%	82%
Nettoskuld / EBITDA	2,0x	1,9x	1,0x	1,7x	1,5x	0,4x

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-3,44	-3,64	-3,79	-4,37	-6,54	-6,96
EPS, justerad	-3,44	-3,64	-3,79	-4,37	-6,54	-6,96
FCF per aktie	-0,33	-3,37	-3,64	-5,25	-6,80	-7,81
Eget kapital per aktie	8,22	8,90	5,23	9,53	11,7	4,70
Antal aktier vid årets slut, m	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6

Källa: Ascelia Pharma, EPB

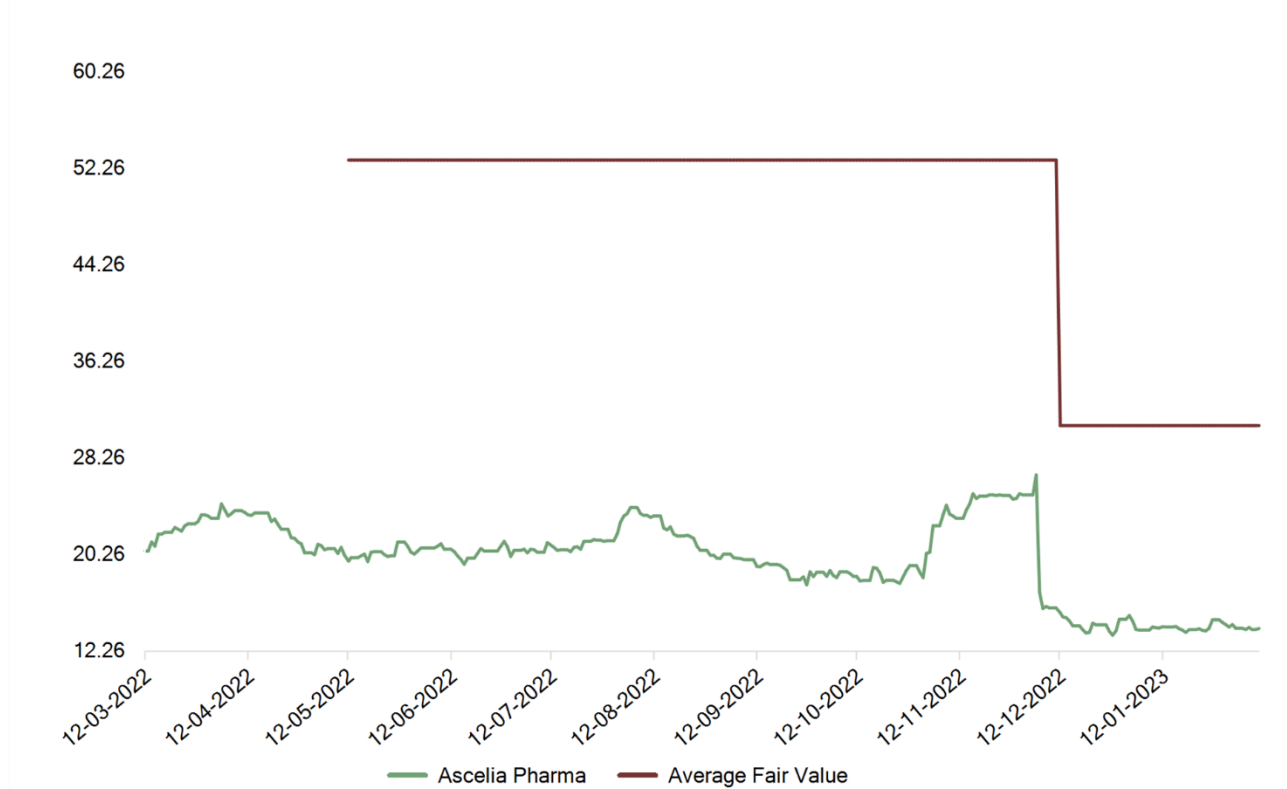
## Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	6,9x	3,4x	2,9x	1,5x	1,2x	3,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	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%
EV/Sales	Neg.	77 121,1x	36 736,9x	48 786,0x	61,6x	4,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	1 434	771	367	488	488	488
Aktiekurs	56,4	29,9	14,9	14,1	14,1	14,1

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Ascelia Pharma (ACE SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC



## 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 frånsäger 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)