



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 22 maj 2023

Orexo

Krisvärdering inför viktiga besked

Basaffären stabil

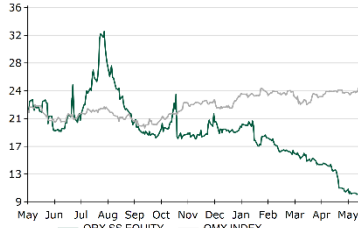
Den samlade utvecklingen för Orexo har inledningsvis varit något bättre än vad vi räknat med, om än tyngd av tillfälligt höga kostnader för att driva kliniska studier och legal process. Vi har sett en positiv utveckling från bolagets europeiska partner för Zubsoolv som lanserar på ett antal marknader, medan försäljningen i USA stabiliserats på ungefär samma nivå som under fjolåret. Det går dock fortsatt trögt inom digitala behandlingar och de signaler som vi snappar upp ger ingen bild av att det ser ut att vända uppåt i närtid.

Skrubar ned förväntningarna

Det är inom digitala behandlingar som vi framför allt varit allt för optimistiska och vi ser ett behov av att ta ned våra förväntningar. Vi uppfattar att samarbetet med Trinity Health inte utvecklats som förväntat. Därtill går det sakta framåt hos Veterans Affairs. Bolaget har bra produkter, men det saknas ett stöd i den underliggande amerikanska marknaden. Där vi dock känner en ökad optimism är inom utvecklingsprojekten och framför allt för OX640. Här pågår aktiviteter för att om möjligt finna en lämplig partner.

Värderingen låg, men patenttvist ligger som en blöt filt

Våra uppdaterade prognoser innebär att potentialen i nya produkter flyttas framåt och är anledningen till att vi justerar ned vårt motiverade värde till 28-30 kr (43-44). Vi tycker aktien är fundamentalt billig och det finns stöd från värderingen av liknande bolag. Den pågående patenttvisten med Sun Pharma ligger dock som en blöt filt över aktien. Här förväntar vi oss ett besked någon gång under sommarmånaderna i år. Bäst potential att överraska är inom utvecklingsprojekt och -samarbeten.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	28 - 30 kr												
Totala intäkter	-2,8%	-16,4%	-20,9%	Totala intäkter	624	630	736	903	Aktiekurs	10,5 kr												
EBITDA, just.	23,7%	8,6%	-3,0%	Tillväxt	10%	1%	17%	23%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	8,9%	-1,1%	-44,0%	EBITDA, just.	-115	-55	71	128	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-184	-128	-2	55														
Q2 - rapport	18 juli 2023			EPS, just.	-5,2	-4,7	-1,2	0,4														
Q3 - rapport	02 november 2023			EPS-tillväxt	21%	9%	74%	>100%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	5,6	1,3	0,4	1,0	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><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></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	34m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%														
Börsvärde	361			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	49,0%														
Nettoskuld	252			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	9,8%														
EV	635			EV/Sales	1,3x	1,1x	1,0x	0,8x														
Free float	70%			EV/EBITDA	-	-	10,2x	5,5x														
Daglig handelsvolym, snitt	62k			EV/EBIT	-	-	-	12,8x														
Bloomberg Ticker	ORX SS EQUITY			P/E, just.	-	-	-	29,0x														
Analytiker				P/EK	3,3x	8,0x	23,4x	10,2x														
				FCF yield	-	-	-	11%														
				Nettoskuld/EBITDA	-1,6x	-5,9x	5,1x	2,7x														

## Investment case

Orexo är ett av få svenska noterade hälsovårdsbolag med egen kommersiell verksamhet på den viktiga amerikanska läkemedelsmarknaden. Verksamheten har utvecklats svagt senaste åren, men vi ser tecken på att en vändning är i antågande med successivt förbättrad tillväxt. Försäljningen av Zubsolv har stabiliserats, med potential att börja växa igen. Det som framför allt kommer att driva verksamheten framåt är nya produktlanseringar med start från 2024.

Utveckling av nya produkter och patenttvisten med Sun Pharmaceuticals har satt lönsamheten under press. Merparten av dessa kostnader är tagna och vi ser möjlighet till en gradvist förbättrad lönsamhet från H2 2023. Kan patenttvisten mot Sun vinnas ser vi potential att bolaget vänder till lönsamhet och positiva kassaflöden från 2024.

Utöver värdena i den löpande verksamheten ser vi en betydande potential i bolagets utvecklingsplattform amorphOX, som skapar nya möjligheter inom produktutvecklingen för såväl internt som för externt bruk. Första produkten OX124 närmar sig marknaden med en potentiell lansering under nästa år. Det projekt där vi ser störst potential är OX640. Bolaget har inlett diskussioner med partners. Förväntningarna på projektet bedömer vi är i princip noll på aktuella kursnivåer.

Risken i verksamheten är fortsatt hög och det är framför allt på grund av patenttvist med Sun. En förlust kommer slå hårt mot bolaget och utmana den långsiktiga finansieringen av verksamheten.

## Bolagsprofil

Orexo är ett heltäckande specialistläkemedelsbolag med verksamheter som sträcker sig från tidig forskning och hela vägen till kommersialisering. Som ett komplement till traditionell medicinsk behandling arbetar Orexo sedan 2020 även med digitala behandlingar. Bolaget agerar via egen marknadsorganisation på den amerikanska marknaden, medan försäljning på övriga marknader går genom partners. I USA marknadsför bolaget läkemedel och digitala behandlingar med inriktning mot beroendesjukdomar och psykisk ohälsa.

Huvudkontoret är i Uppsala, medan den kommersiella verksamheten leds från Morristown i USA. Nikolaj Sörensen är vd för bolaget sedan 2013 och därtill en ledningsgrupp om sex personer, där merparten har varit i bolaget sedan 2013 eller längre. Vi kan konstatera att samtliga i ledningsgruppen är aktieägare och äger optioner eller teckningsrätter. Bolagets organisation uppgår till drygt 120 anställda, varav drygt hälften ingår i den amerikanska verksamheten. Största ägare är Novo Holdings som även finns representerade i styrelsen. Vi uppfattar att de är en aktiv och engagerad ägare som varit villig att stötta bolaget genom åren. Utöver Novo är dock det institutionella ägandet relativt begränsat.

## Värdering

Vår värdering av Orexo tar stöd i en DCF-modell, där framtida kassaflöden nuvärdesberäknas med en WACC på 15 %. Den ger oss ett värde om 29,5 kr (44,0), vilket ligger bakom vårt motiverade värde på 28-30 kr

## Stabil utveckling inom basverksamheten

Rapporten för det första kvartalet var över lag något bättre än det vi hade räknat med, se nedan.

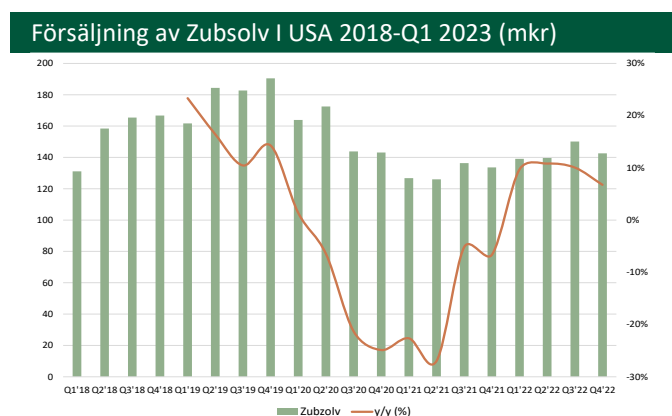
Avvikelseetabell Q1 2023 (mkr)					
	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q1 2022
Nettoomsättning	158,8	152,5	6,3	4,1%	159,4
varav US Pharma	140,3	141,6	-1,3	-0,9%	139,1
varav DTx	0,0	0,3	-0,3	nm	0,2
varav HQ & Pipeline	18,5	10,6	7,9	74,5%	20,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>130,1</b>	<b>127,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9%</b>	<b>131,9</b>
OPEX	-189,4	-200,1	10,7	-5,3%	-145,1
<b>EBITDA</b>	<b>-41,1</b>	<b>-54,5</b>	<b>13,4</b>	<b>24,6%</b>	<b>2,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>-59,3</b>	<b>-72,4</b>	<b>13,1</b>	<b>18,1%</b>	<b>-13,2</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-63,9</b>	<b>-80,2</b>	<b>16,3</b>	<b>20,3%</b>	<b>-23,6</b>
EPS	-1,86	-2,33	0,5	20,2%	-0,69
Bruttomarginal	81,9%	83,7%	-1,8%	-1,8%	82,7%
EBITDA-marginal	Neg	Neg			1,8%
EBIT-marginal	Neg	Neg			Neg.

Källa: EPB, Bolaget

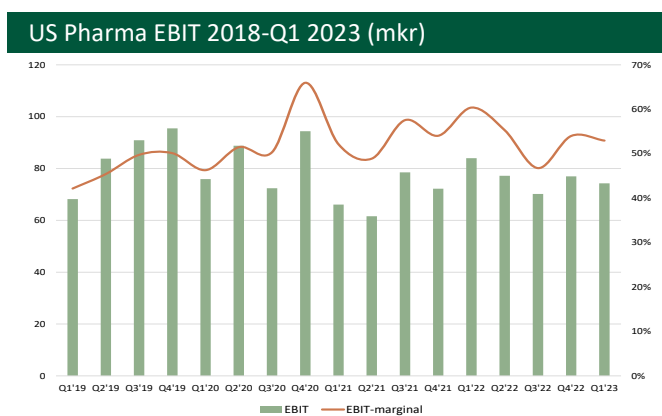
Det som stack ut på intäktsidan var framför allt 10,9 mkr från partnerförsäljning av Zubsolv inom EU (under HQ + Pipeline). Vi uppfattar att det handlar om lager som fyllts på inför lanseringar av Zubsolv på nya europeiska marknader. Bolaget lyckades hålla hårdare i sina pengar än vad vi hade räknat med, men Q1'23 var kostnadstungt och belastades av legala kostnader om 42 mkr och 20 mkr för den kliniska studien för modia (digitalbehandling av opioidberoende). Den legala processen går nu in i en mindre kostnadsintensiv fas, medan vi förväntar oss att kostnaderna för kliniska studier förblir höga över sommaren då modia-studien väntas bli klar.

## Marknadspositionen har stabiliserats

Zubsolv fortsätter generera huvuddelen av intäkterna. Nettoomsättningen ökade svagt i Q1 med 0,9% till 140,3 mkr (139,1). Volymerna y/y sjönk med cirka 4%, men positiva valutaeffekter och prisökningar gav stöd. US Pharma verksamheten är vältrimmad och en kassako som genererar starka kassaflöden till bolaget. EBIT landade på 74,3 mkr (84,0), motsvarande en rörelsemarginal på 52,2% (55,4).



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

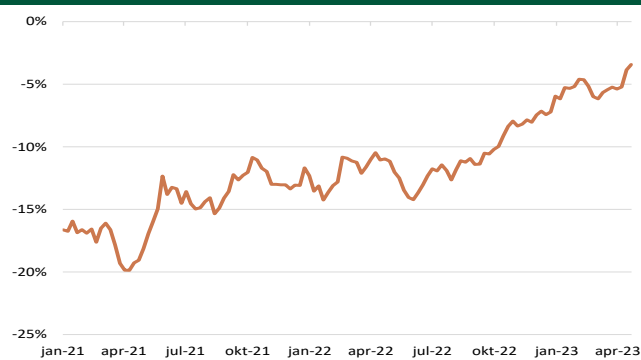
Även om försäljningen av Zubsolv i kronor varit relativt stabil de senaste åren så har marknadspositionen varit sjunkande. Den negativa utvecklingen ser dock ut att vara bruten och marknadsandelen har planat ut på omkring 2,3%. Det innebär även att volymnedgången har bromsats och trenden har hållit i sig in i innevarande kvartal, enligt förskrivningsdata från Bloomberg, se nästa sida.

Förskrivningsdata av Zubsolv R4W 2021–2023 (vecka)



Källa: EPB, Bloomberg

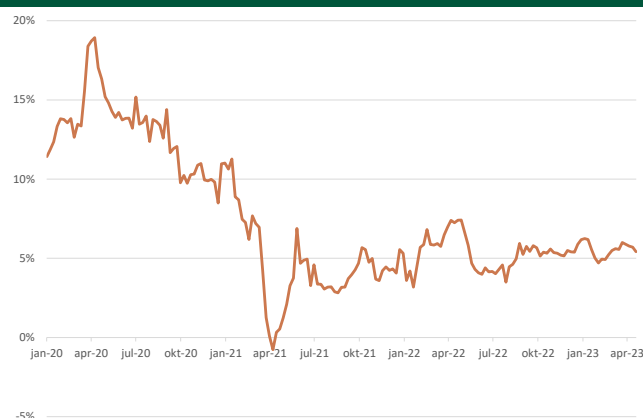
Zubsolv volymförändring y/y 2021–2023



Källa: EPB, Bloomberg

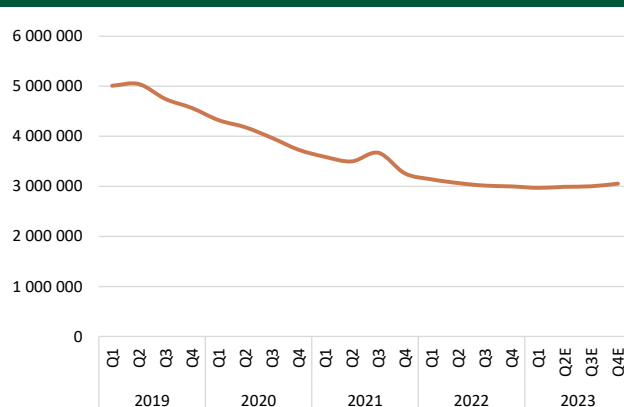
Den amerikanska marknaden inom läkemedelsklassen (buprenorfin/naloxon) har utvecklats positivt med en tillväxt på 5–6%, se nedan. Vi räknar i vår marknadsmodell med en tillväxt på knappt 6% i år och att den ligger kvar på samma nivå under 2024 och 2025. Det som skulle kunna förändra läget är nya mindre restriktiva förskrivningsregler som introducerats i år i USA. Fler kan nu förskriva buprenorfin och tidigare patienttak har tagits bort. De krav som ställs är att förskrivare senast den 27 juni ska ha genomgått en åtta timmars utbildning (läkare) eller 24-timmars utbildning (annan relevant hälsovårdspersonal) hos Drug Enforcement Agency (DEA). Utan detta begränsas förskrivningsrätten till 30 patienter. Därtill ställs det inte längre krav på att förskrivare ska kunna tillhandahålla rådgivning för sina patienter, även om det rekommenderas.

Volymtillväxt y/y buprenorfin/naloxon 2020–2023



Källa: EPB, Bloomberg

Prognos volymutveckling per kvartal Zubsolv 2019–2023



Källa: EPB, Bloomberg

Det nya regelverket skapar intressanta möjligheter för Zubsolv och bör även kunna gynna försäljningen av modia på sikt. I närtid överskuggas dock allt av tvisten med Sun Pharma, som vill lansera en kopia av Zubsolv. Förhandlingarna i domstolen är avslutade och vi förväntar oss ett domslut i sommar. Vi kan inte bedöma vilket utfall som är mest troligt. Om domslutet går emot Orexo, så förväntar vi oss först och främst att bolaget gör ett försök att överklaga det. I ett sådant scenario kommer bolaget sannolikt även agera för att sänka kostnaderna och snabbt få upp lönsamheten. Det kan innebära en mer slimmad organisation och ökat fokus på att hitta partners.

## Vi omprövar vår syn på de digitala behandlingarna

Det saknas fortsatt ljuspunkter för de digitala behandlingarna (DTx) och nettoomsättningen var noll under det första kvartalet. Arbetet med att implementera deprexis (depression) och vorvida (alkoholproblem) hos Trinity Health North Dakota (THND) verkar inte leva upp till förväntningar. Nya förbättringar av ersättningslösningen verkar krävas, men det har förmodligen låg prioritet i nuläget. I stället verkar fokus riktas mot större enskilda kliniker, som själva kan hantera sina patient- och ersättningsflöden.

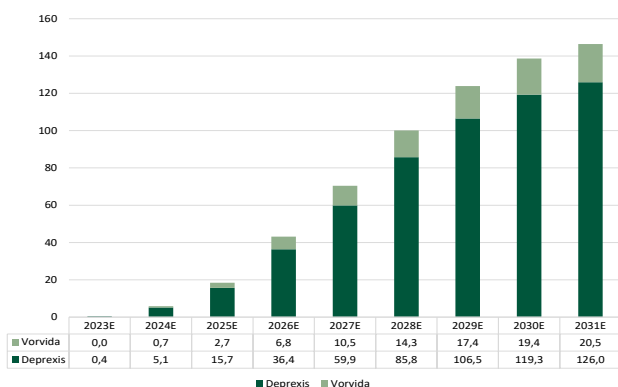
Inom Veterans Affairs (VA) pågår arbete för att komma i gång och här är US Pharma-organisationen påkopplad. Vårt intryck är att det återstår en hel del och att det dröjer åtminstone till nästa år innan vi får se några intäkter. En positiv utveckling är att vorvida fått höjd status hos FDA och det pågår en process att inkludera produkten inom VA-ramavtalet. På sikt bör även modia (opioidberoende) kunna bli aktuella för VA och i ett sådant läge blir det mer attraktivt att öka satsningarna.

Utmaningar inom DTx-området har förstärkts i år. Vi ser små steg i rätt riktning inom ersättningssystemen, men det som slagit hårdast mot bolagen är svårigheter att få tag på finansiering. Flera har fått dra ned på sin verksamhet. Värst drabbat är Pear Therapeutics, som nyligen ansökte om konkurs. Pear har varit en ledare inom området och drivit på för att etablera DTx som förskrivningsbehandlingar. De har haft vissa framgångar, men uppenbart inte tillräckliga och bolaget har dragits med stora underskott. Pear marknadsför bland annat reSET-O (opioidberoende) som är en direkt konkurrent till modia. Vi bedömer att intäkterna under 2022 uppgick till cirka USD 10m. I nuläget är det oklart vad som händer med produkten. Det finns vissa upparbetade ersättningsvägar för reSET-O som skulle kunna användas av modia, men då behövs bra resultat i studien och därefter ett 510 (k) godkännande av FDA. Resultat väntas i sommar.

Vi hade stora förhoppningar på modellen som Orexo utvecklat för THND och att den skulle kunna appliceras hos andra sjukvårdsleverantörer. Mot bakgrund av grusade förhoppningar om den så sänker vi våra prognoser ordentligt med två tredjedelar för deprexis och vorvida. Vi anser fortsatt att produkterna är väldokumenterade och har potential, men att det kommer gå långsammare än vad vi räknat med. Det kan tänkas att det kommer krävas mer patientdata från en amerikansk patientmiljö för att få en bredare acceptans på marknaden. Behovet av nya behandlingar inom framför allt depression är stort och växande. I en nyligen publicerad undersökning av Gallup beräknas 29% av den vuxna amerikanska befolkning diagnostiserats med depression (upp från 19,6% under 2015) och knappt 18% har fått eller står på behandling.

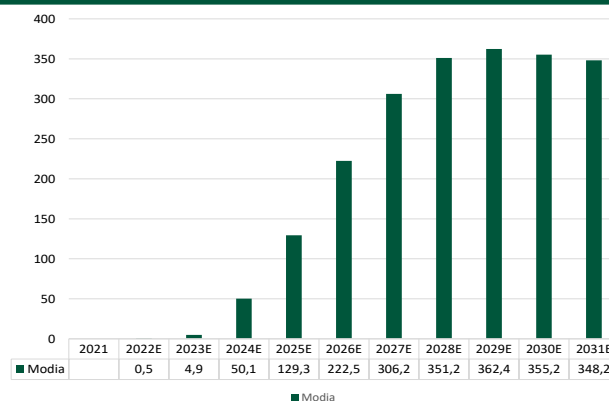
För modia har vi halverat prognosen och räknar nu med en försäljningspotential på knappt USD 35m, se nedan. Vi risk-justerar prognosen och har en sannolikhet på 65% för ett positivt utfall i den pågående studien.

Prognos deprexis och vorvida 2023–2031 (mkr)



Källa: EPB

Prognos modia 2023-2031 (mkr)\*



Källa: EPB, \*ej risk-justerade estimat

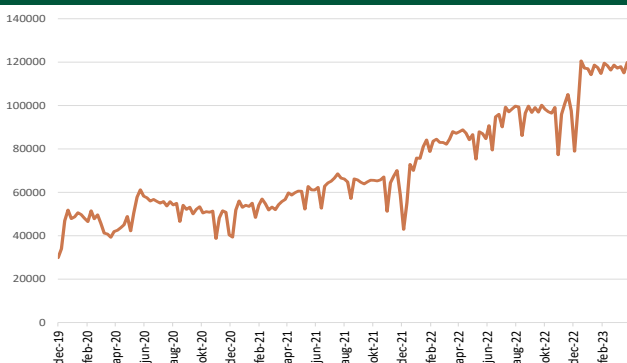
Att vi har bibehållit en förhållandevis hög potential för modia bygger på:

1. Den kliniska studien kommer ge ett relativt omfattande kliniskt datapaket från patienter under behandling i det amerikanska sjukvårdssystemet. Det tror vi ger högre acceptans till produkten hos förskrivare och patienter.
2. Orexo kommer kunna dra vissa fördelar av de ersättningslösningar som finns för reSET-O.
3. Bolaget har kunskaper om området och upparbetade kontakter.

## Ny ansökan för OX124 i Q3

I nuläget finns inte så mycket nytt om OX124 (akutbehandling vid opiodöverdos), än det vi redan tagit upp (se kommentar 3 april). Bolaget arbetar för att lösa problemen hos tillverkaren av produktförpackningen och nyligen upprepades att en ansökan ska kunna lämnas in till FDA under det tredje kvartalet. Om processen sedan löper enligt plan är en lansering möjlig i slutet av 2024. Den underliggande receptförskrivna marknaden har fortsatt att utvecklas starkt och uppvisar en tillväxttakt på omkring 40%, se nedan. Tillväxten har främst varit driven av generika.

Förskrivningsdata naloxon (enheter per vecka) 2020–2023

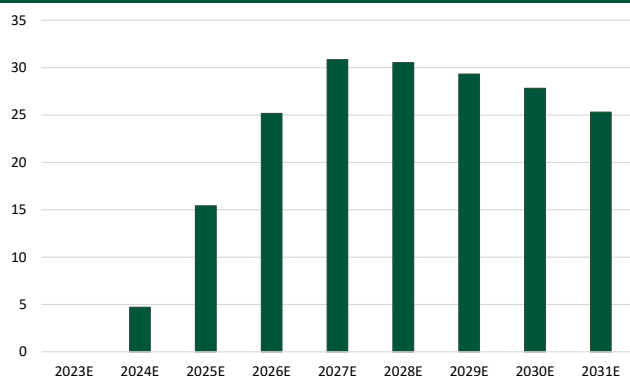


Källa: EPB, Bloomberg

En väsentlig del av försäljningen sker utanför apoteken, direkt mot myndigheter och organisationer. Här har marknadsledande Narcan (naloxon) från Emergent Biosolutions fortsatt hålla en bra position. Under första kvartalet ökade försäljningen av Narcan till USD 100,4m (93,1) och Emergent höjde i samband med senaste rapporten prognosintervallet för 2023 till USD 360–380m (290–310). Som vi tidigare har nämnt väntas Narcan 4mg introduceras receptfritt och det är planerat till slutet av sommaren i år. Ytterligare receptfria produkter med naloxon förväntas introduceras på marknaden under H1 2024, men med en lägre dos om 3mg. Emergent uppger att priset för receptfri Narcan kommer ligga på omkring USD 50 för två doser, att jämföra med nuvarande pris på USD 125 hos apoteken.

Vi har även kikat på försäljningen av Kloxxado från Hikma Pharmaceuticals, som utgår ifrån en högdos av naloxon om 8 mg. Den har en marknadsandel omkring 3–4% och en ökande försäljning som vi beräknar till åtminstone USD 20m på rullande 12 månader. Det här är den tydligaste konkurrenten till OX124. Vi sänkte vår prognos för OX124 tidigare i år och räknar med en försäljningspotential på drygt USD 30m.

Prognos för OX124 2023–2031 (USD m)



Källa: EPB

## Viktigt besked för OX640

Bolaget fortsätter att arbeta aktivt för att ta OX640 (akuta allergiska reaktioner) vidare efter de positiva resultat som rapporterades i följd från en första studie. Vi ser en differentierad produktprofil jämfört med etablerade auto-injektorer av adrenalin som finns på marknaden. Eftersom OX640 ligger lite utanför bolagets kärnkompetensområde så finns tankar om att ta in en partner för fortsatt utveckling och kommersialisering. Bolaget uppger att sådana diskussioner initierats och att det finns ett datarum öppnat för intressenter.

Nyligen, den 11 maj, hölls i USA ett öppet rådgivande möte med kommittén för lung- och allergiläkemedel om ett potentiellt godkännande av neffy från ARS Pharma, en nasal spray för behandling av akuta allergiska reaktioner. Syftet var att gå igenom det kliniska underlaget och om det var tillräckligt för att rekommendera FDA att godkänna neffy. Inför mötet lyftes frågor om exempelvis upptaget av den aktiva substansen vid nasal administration, stora variationer av substansen mellan patienter och om en lämplig dos identifierats.

En viktig aspekt som vi tror bidrog till ett positivt utfall var de många vittnesmålen från läkare och föräldrar om behovet av att kunna ge adrenalin på ett alternativt sätt till auto-injektorer, så som EpiPen. Trots vissa tveksamheter om det kliniska underlaget landade kommittén i rekommendation att godkänna neffy för barn och vuxna. FDA behöver inte följa beslutet, men vi ser det som sannolikt att de kommer att göra det. För Orexo innebär det här att en konkurrent till OX640 kan få ett rejält försprång på marknaden med exklusivitet i tre år. Den positiva sidan av myntet är att den regulatoriska vägen trampas upp och tydliggör vad för krav som ställs. Ett slutgiltigt besked om neffy väntas från FDA i mitten av 2023. Aktiekursen för ARS Pharma har ett rejält lyft och steg med 78% på beskedet från det rådgivande mötet. Efter kursuppgången uppgår bolagsvärdet till cirka USD 813m och likvida medel per den sista mars på USD 265m.

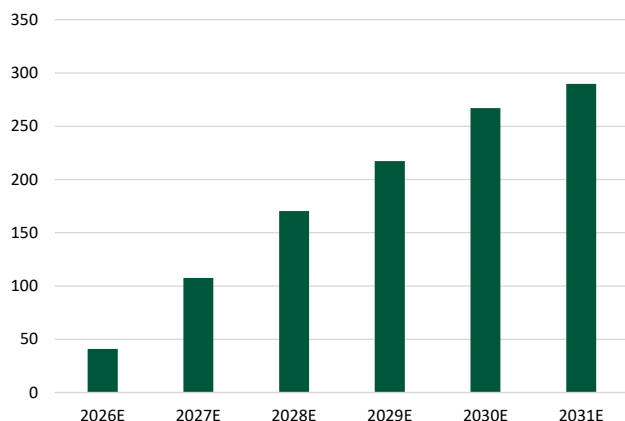
Aktiekursutveckling ARS Pharmaceuticals (USD)



Källa: FactSet

Ett positivt besked från FDA och lansering av neffy, tror vi kan driva på för en omställning av marknaden för denna sorts behandlingar, som idag präglas av stora klumpiga auto-injektorer. Vi har svårt att tro att patienter kommer att föredra auto-injektorer över nasala spray-produkter. I nuläget gör vi inga förändringar i våra prognoser för OX640 och räknar med en försäljningspotential på omkring USD 300m och att en lansering kan ske under 2026. Våra estimat är risk-justerade med en sannolikhet på 25 % att produkten når marknaden.

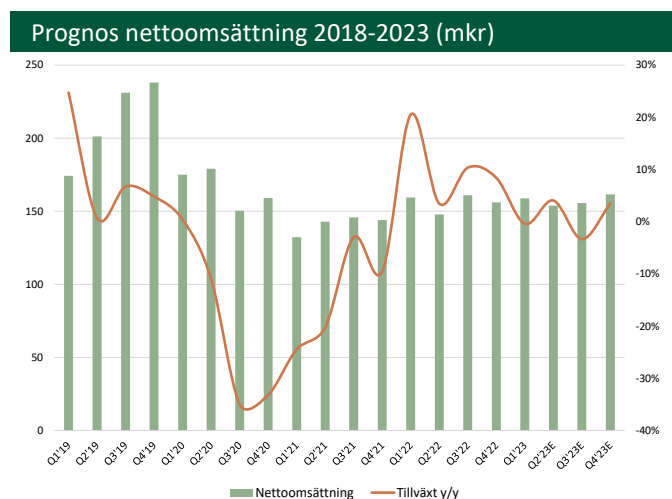
Prognos för OX640 2026-2031 (USD m)



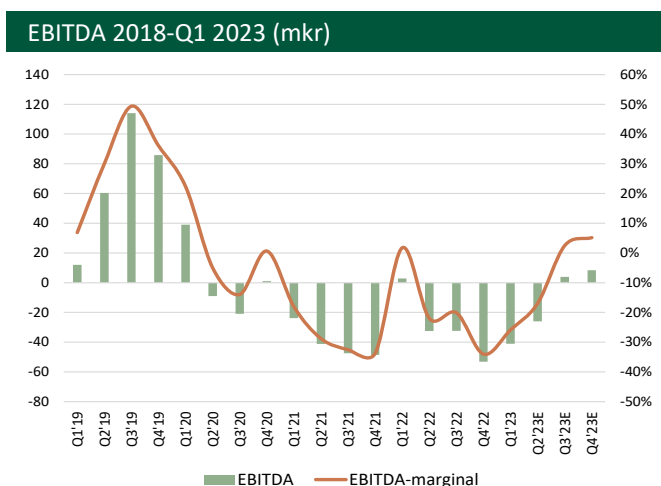
Källa: EPB

## Prognosuppdatering

Vår syn på potentialen för Zubsolv är relativt oförändrade, men där vi gör de största förändringarna är inom DTx. När vi ser på resten av 2023 så räknar vi med att nettoomsättningen fortsätter ligga på dryg 150 mkr per kvartal, men att vi kommer att få se avsevärt lägre kostnader under H2 och att EBITDA lyfter till svarta siffror från Q3'23.



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

I ett längre perspektiv så bedömer vi att bolaget kommer kunna börja växa under nästa år. Tillväxten räknar vi med kommer från lansering av OX124 och kommersialisering av modia. Utifrån nuvarande förutsättningar bedömer vi att bolaget kan nå positivt operativt kassaflöde från 2024 och framåt.

Prognosförändringar 2023-2025 (mkr)					
(mkr)			2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Ny		629,8	735,6	903,2
	Tidigare		647,6	880,3	1142,1
	Diff		-2,7%	-16,4%	-20,9%
Bruttoresultat	Ny		522,5	613,3	750,1
	Tidigare		538,8	727,3	930,8
	Diff		-3,0%	-15,7%	-19,4%
EBIT	Ny		-127,6	-2,2	55,1
	Tidigare		-143,7	-6,8	60,1
	Diff		11,2%	67,2%	-8,3%
EBITDA	Ny		-54,8	70,6	127,9
	Tidigare		-71,9	65,0	131,9
	Diff		23,7%	8,5%	-3,0%
EPS (SEK)	Ny		-4,7	-1,2	0,4
	Tidigare		-5,2	-1,2	0,6
	Diff		8,9%	-1,1%	-44,1%

Källa: EPB

På nästa sida visas våra förväntningar nedbrutet på kvartalsbasis.

## Våra kvartalsestimat 2021-2023 (mkr)

	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23E	Q3'23E	Q4'23E
Nettoomsättning	132,3	142,9	145,9	144,0	159,4	147,8	161,0	156,1	158,8	153,8	155,6	161,6
US Pharma	126,8	126,0	136,4	133,6	139,1	139,6	150,1	142,6	140,3	143,9	144,4	148,6
DTx	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,3
HQ+pipeline	5,3	16,5	9,2	10,1	20,1	8,1	10,8	13,4	18,4	9,9	10,6	11,7
Kostnader för sålda varor	-19,2	-18,1	-21,3	-20,3	-27,5	-21,2	-28,0	-25,9	-28,7	-25,0	-26,0	-27,6
varav US Pharma	-16,4	-15,4	-18,3	-17,2	-22,6	-17,7	-24,4	-20,6	-11,6	-22,5	-22,9	-24,4
<b>Bruttovinst</b>	<b>113,1</b>	<b>124,8</b>	<b>124,6</b>	<b>123,7</b>	<b>131,9</b>	<b>126,6</b>	<b>133,0</b>	<b>130,2</b>	<b>130,1</b>	<b>128,8</b>	<b>129,7</b>	<b>133,9</b>
Försäljningskostnader	-68,7	-61,8	-79,0	-70,9	-41,6	-50,5	-54,7	-52,2	-45,5	-52,3	-52,1	-54,9
Administrationskostnader	-28,6	-41,4	-42,4	-39,1	-33,0	-51,2	-54,2	-63,8	-66,5	-40,0	-28,8	-29,1
Forsknings- och utvecklingskostnader	-55,6	-73,2	-63,5	-80,0	-72,0	-81,3	-76,5	-88,2	-78,5	-80,8	-63,0	-59,8
Övriga rörelsekostnader	3,0	-2,4	1,3	2,1	1,5	6,7	2,5	3,0	1,1	0,0	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-36,8</b>	<b>-54,0</b>	<b>-59,0</b>	<b>-64,1</b>	<b>-13,2</b>	<b>-49,7</b>	<b>-49,8</b>	<b>-71,1</b>	<b>-59,3</b>	<b>-44,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>-9,9</b>
Finansnetto	4,7	-10,8	-0,1	-2,1	-1,9	12,3	27,4	-24,4	-9,1	-9,5	-10,0	-9,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-32,1</b>	<b>-64,8</b>	<b>-59,1</b>	<b>-66,2</b>	<b>-15,1</b>	<b>-37,4</b>	<b>-22,4</b>	<b>-95,5</b>	<b>-68,4</b>	<b>-53,7</b>	<b>-24,3</b>	<b>-19,4</b>
Skatt	0,6	-8,9	7,1	0,3	-8,5	1,7	-4,1	3,7	4,6	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-31,5</b>	<b>-73,7</b>	<b>-52,0</b>	<b>-66,0</b>	<b>-23,6</b>	<b>-35,7</b>	<b>-26,5</b>	<b>-91,8</b>	<b>-63,8</b>	<b>-53,7</b>	<b>-24,3</b>	<b>-19,4</b>
Avskrivningar	12,9	12,8	11,6	15,6	16,0	17,2	17,5	18,0	18,2	18,2	18,2	18,2
<b>EBITDA</b>	<b>-23,9</b>	<b>-41,1</b>	<b>-47,4</b>	<b>-48,5</b>	<b>2,8</b>	<b>-32,5</b>	<b>-32,4</b>	<b>-53,1</b>	<b>-41,1</b>	<b>-26,0</b>	<b>3,9</b>	<b>8,3</b>
Tillväxt y/y	-24,4%	-20,2%	-2,9%	-9,5%	20,5%	3,5%	10,4%	8,4%	-0,4%	4,1%	-3,3%	3,5%
EPS (kr)	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92	-0,92
Bruttomarginal	85,5%	87,4%	85,4%	85,9%	82,7%	85,7%	82,6%	83,4%	81,9%	83,8%	83,3%	82,9%
Bruttomarginal US Pharma	87,1%	87,8%	86,6%	87,1%	83,8%	87,3%	83,7%	85,6%	91,7%	85,0%	85,0%	85,0%
EBIT-marginal	-27,8%	-37,8%	-40,5%	-44,5%	-8,3%	-33,6%	-30,9%	-45,5%	-37,3%	-28,7%	-9,2%	-6,1%
EBITDA-marginal	-18,0%	-28,8%	-32,5%	-33,7%	1,8%	-22,0%	-20,1%	-34,0%	-25,9%	-16,9%	2,5%	5,2%

Källa: EPB, Bolaget

## Värdering och aktien

Vår värdering av Orexo tar avstamp i en DCF-modell, som utgår ifrån explicita prognoser tio år framåt per affärsområde. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15 % (14). Ett minskat marknadsvärde är anledningen till att vi skruvat upp vårt avkastningskrav ett steg. Baserat på våra uppdaterade prognoser får vi ett DCF-värde på 29,5 kr (44,0). Utifrån detta justerar vi ned vårt motiverade värde till 28–30 kr (43–44).

### Sammanfattning DCF-antaganden

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	756	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	509	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 265</b>	Småbolagspremie	4,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	252	Extra risk-premie	3,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 013</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	34				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>29,5</b>				

Källa: EPB, Bolaget

### Känslighetsanalys WACC / uthållig tillväxt

		Uthållig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	13,0%	36,0	37,1	38,3	39,6	41,1
	14,0%	31,7	32,6	33,5	34,6	35,7
	15,0%	28,0	28,7	<b>29,5</b>	30,3	31,2
	16,0%	24,8	25,4	26,0	26,7	27,4
	17,0%	22,1	22,6	23,1	23,6	24,2

Källa: EPB

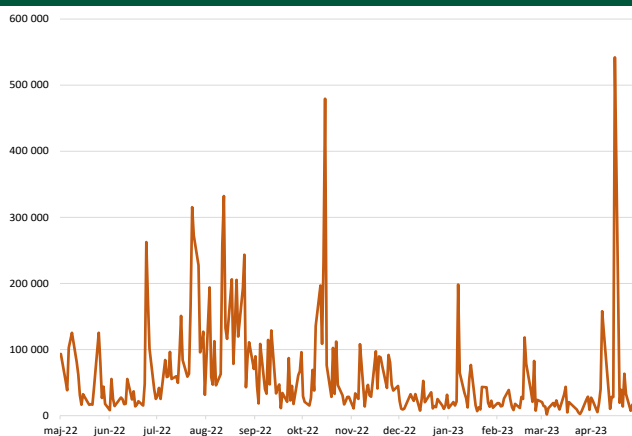
### Känslighetsanalys WACC / uthållig EBIT-marginal

		Uthållig EBIT-marginal				
		15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
WACC	13,0%	27,9	33,1	38,3	43,5	48,7
	14,0%	24,7	29,1	33,5	37,9	42,4
	15,0%	22,0	25,7	<b>29,5</b>	33,3	37,0
	16,0%	19,6	22,8	26,0	29,3	32,5
	17,0%	17,5	20,3	23,1	25,9	28,7

Källa: EPB

Aktiekursen och vår värdering är ordentligt frångått från varandra. Osäkerheten kring patenttvisten med Sun Pharma är en anledning till det, men även uteblivna tydliga framsteg inom affärsområdet digitala behandlingar. Aktiviteten i aktien har varit avtagande under de senaste månaderna, samtidigt som vi sett tecken på större säljposter som legat ute. Noterbart är därför den höga omsättningen i aktien den 5 maj som sticker ut och med det kan visst överhäng ha tagits bort.

### Sjunkande handelsaktivitet (antal aktier omsatta)



Källa: Nasdaq OMX Nordic

## Viktiga besked i antågande

Utfallet i patenttvisten med Sun är den viktigaste nyheten i närtid. Inför beskedet har aktien redan tappat rejält, men det kan bli än mer turbulens om bolaget förlorar tvisten. Argument för att Orexo kan vinna är att bolaget tidigare lyckats försvara sina patent i rättsprocess.

Andra viktiga nyheter som vi väntar oss i år är:

- Studieresultat för den digitala behandlingen modia (opioidberoende) i mitten 2023
- Ansökan till FDA om ett marknadsgodkännande för OX124 (akuta överdoser av opioider) i Q3
- Första resultaten från utvärdering av amorphOX-formuleringar hos partners under 2023
- Ett möjligt partneravtal kring OX640 (akuta allergiska reaktioner) under 2023

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>644</b>	<b>783</b>	<b>845</b>	<b>664</b>	<b>565</b>	<b>624</b>	<b>630</b>	<b>736</b>	<b>903</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>644</b>	<b>783</b>	<b>845</b>	<b>664</b>	<b>565</b>	<b>624</b>	<b>630</b>	<b>736</b>	<b>903</b>
Kostnad sålda varor	-164	-172	-106	-66	-79	-103	-107	-122	-153
<b>Bruttoresultat</b>	<b>479</b>	<b>611</b>	<b>739</b>	<b>598</b>	<b>486</b>	<b>522</b>	<b>522</b>	<b>613</b>	<b>750</b>
Försäljningskostnader	-191	-191	-192	-287	-280	-199	-205	-244	-298
Administrationskostnader	-96	-167	-140	-103	-151	-202	-164	-121	-126
R&D-kostnader	-134	-167	-181	-225	-272	-318	-282	-250	-271
Övriga rörelsekostnader	-1	9	5	-4	4	14	1	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>78</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-55</b>	<b>71</b>	<b>128</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>78</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-55</b>	<b>71</b>	<b>128</b>
Avskrivningar	-21	-21	-41	-39	-53	-69	-73	-73	-73
<b>EBITA, justerad</b>	<b>57</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-128</b>	<b>-2</b>	<b>55</b>
<b>EBIT</b>	<b>57</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-128</b>	<b>-2</b>	<b>55</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>57</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-128</b>	<b>-2</b>	<b>55</b>
Finansnetto	-28	-4	-3	-18	-8	13	-38	-40	-42
<b>Resultat före skatt</b>	<b>30</b>	<b>92</b>	<b>228</b>	<b>-38</b>	<b>-223</b>	<b>-170</b>	<b>-166</b>	<b>-42</b>	<b>13</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>30</b>	<b>92</b>	<b>228</b>	<b>-38</b>	<b>-223</b>	<b>-170</b>	<b>-166</b>	<b>-42</b>	<b>13</b>
Total skatt	-7	46	-9	-46	-1	-7	5	1	-1
<b>Nettoresultat</b>	<b>23</b>	<b>138</b>	<b>219</b>	<b>-84</b>	<b>-224</b>	<b>-178</b>	<b>-161</b>	<b>-41</b>	<b>12</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>23</b>	<b>138</b>	<b>219</b>	<b>-84</b>	<b>-224</b>	<b>-178</b>	<b>-161</b>	<b>-41</b>	<b>12</b>
Intäkstillväxt	-	22%	8%	N.m.	N.m.	10%	1%	17%	23%
Bruttomarginal	74,5%	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	83,0%	83,4%	83,0%
EBIT-marginal, justerad	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%
EPS, justerad	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-4,70	-1,21	0,36
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	58%	N.m.	N.m.	21%	9%	74%	>100%

Källa: Orexo, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	57	96	231	-20	-214	-184	-128	-2	55
Övriga kassaflödesposter	21	29	21	-15	-31	-23	34	36	33
Förändringar i rörelsekapital	0	117	40	52	17	50	-9	-20	-23
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>78</b>	<b>241</b>	<b>293</b>	<b>17</b>	<b>-229</b>	<b>-157</b>	<b>-103</b>	<b>15</b>	<b>66</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-6	-26	-189	-53	-235	76	-22	-27
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-26</b>	<b>-189</b>	<b>-53</b>	<b>-235</b>	<b>76</b>	<b>-22</b>	<b>-27</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>78</b>	<b>235</b>	<b>267</b>	<b>-172</b>	<b>-282</b>	<b>-391</b>	<b>-27</b>	<b>-8</b>	<b>39</b>
Övriga poster	0	1	-56	-111	251	-21	-24	-24	-25
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-56</b>	<b>-111</b>	<b>251</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-25</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>78</b>	<b>236</b>	<b>211</b>	<b>-284</b>	<b>-31</b>	<b>-413</b>	<b>-51</b>	<b>-32</b>	<b>14</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>0</b>	<b>-269</b>	<b>-473</b>	<b>-214</b>	<b>46</b>	<b>188</b>	<b>321</b>	<b>357</b>	<b>344</b>

Källa: Orexo, EPB

Balansräkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	-	104	114	253	249	217	198	182	184
Materiella anläggningstillgångar	-	20	22	47	66	76	73	78	82
Övriga anläggningstillgångar	-	103	144	101	93	80	74	73	81
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>0</b>	<b>227</b>	<b>280</b>	<b>401</b>	<b>408</b>	<b>374</b>	<b>345</b>	<b>333</b>	<b>348</b>
Varulager	-	174	132	108	92	75	74	88	104
Kundfordringar	-	296	273	218	269	309	283	287	298
Likvida medel och kortfristiga placeringar	-	590	817	505	504	352	212	179	195
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>0</b>	<b>1 060</b>	<b>1 221</b>	<b>832</b>	<b>866</b>	<b>735</b>	<b>570</b>	<b>554</b>	<b>597</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>0</b>	<b>1 287</b>	<b>1 501</b>	<b>1 233</b>	<b>1 274</b>	<b>1 109</b>	<b>915</b>	<b>887</b>	<b>945</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	-	476	706	559	350	194	45	15	35
<b>Summa eget kapital</b>	<b>0</b>	<b>476</b>	<b>706</b>	<b>559</b>	<b>350</b>	<b>194</b>	<b>45</b>	<b>15</b>	<b>35</b>
Långfristiga räntebärande skulder	-	321	290	0	492	495	494	495	495
Långfristiga leasingskulder	-	0	33	47	38	24	19	18	20
Övriga långfristiga skulder	-	7	11	26	14	10	8	10	10
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>327</b>	<b>334</b>	<b>73</b>	<b>544</b>	<b>529</b>	<b>521</b>	<b>523</b>	<b>526</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	-	0	0	225	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	-	218	171	160	200	244	208	206	237
Kortfristiga leasingskulder	-	0	21	19	20	21	21	22	24
Övriga kortfristiga skulder	-	266	269	197	160	122	120	121	123
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>483</b>	<b>461</b>	<b>601</b>	<b>380</b>	<b>386</b>	<b>349</b>	<b>349</b>	<b>384</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>0</b>	<b>1 287</b>	<b>1 501</b>	<b>1 233</b>	<b>1 274</b>	<b>1 109</b>	<b>915</b>	<b>887</b>	<b>945</b>

Källa: Orexo, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	22%	8%	N.m.	N.m.	10%	1%	17%	23%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	49%	>100%	N.m.	N.m.	28%	52%	>100%	81%
EBIT-tillväxt, justerad	-	67%	>100%	N.m.	N.m.	14%	31%	98%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	58%	N.m.	N.m.	21%	9%	74%	>100%
Bruttomarginal	74,5%	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	83,0%	83,4%	83,0%
EBITDA-marginal	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%	14,2%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%	14,2%
EBIT-marginal	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%
EBIT-marginal, justerad	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,1%
Vinst-marginal, justerad	3,6%	>100%	25,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%

Källa: Orexo, EPB

Avkastning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	58%	37%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	49%
ROCE, justerad	Neg.	24%	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%
ROIC, justerad	Neg.	93%	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15%

Källa: Orexo, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	22%	16%	16%	16%	12%	12%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	-	38%	32%	33%	48%	50%	45%	39%	33%
Leverantörsskulder / KSV	-	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-	94%	91%	97%	54%	55%	54%	57%	55%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-2%	-4%	-5%	0%	3%	5%	7%	5%
Kapitalomsättningshastighet	-	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x	1,1x	1,3x	1,6x

Källa: Orexo, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	0	-269	-473	-214	46	188	321	357	344
Soliditet	-	37%	47%	45%	27%	17%	5%	2%	4%
Nettoskuldsättningsgrad	-	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	7,1x	23,1x	9,7x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	-2,3x	-1,7x	-11,3x	-0,3x	-1,6x	-5,9x	5,1x	2,7x

Källa: Orexo, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-4,70	-1,21	0,36
EPS, justerad	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-4,70	-1,21	0,36
FCF per aktie	2,26	6,70	7,54	-4,87	-8,21	-11,4	-0,79	-0,22	1,12
Eget kapital per aktie	0,00	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	1,32	0,45	1,03
Antal aktier vid årets slut, m	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3

Källa: Orexo, EPB

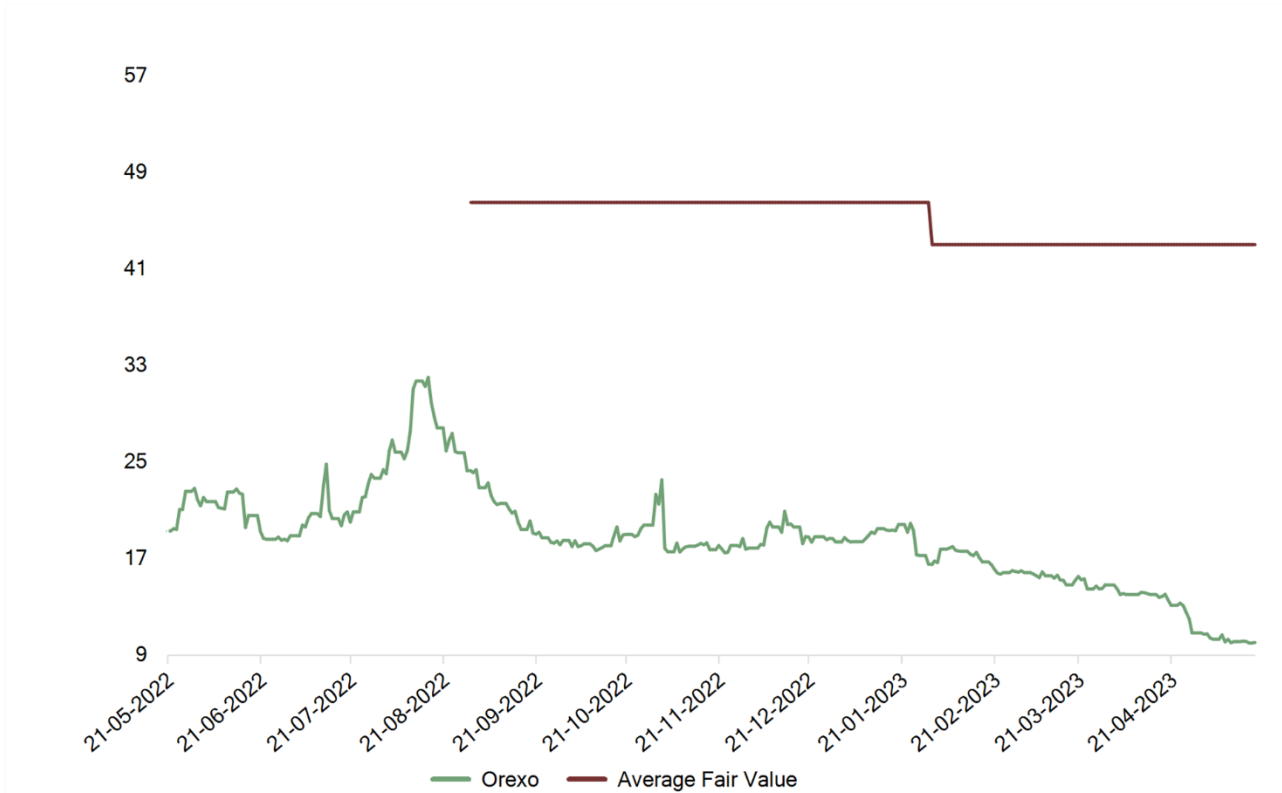
## Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	61,5x	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,0x
P/EK	Neg.	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	8,0x	23,4x	10,2x
P/FCF	18,3x	8,8x	8,3x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4x
FCF-yield	5%	11%	12%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,2x	2,3x	2,0x	2,3x	2,2x	1,3x	1,1x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	18,2x	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	Neg.	10,2x	5,5x
EV/EBIT, justerad	24,8x	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,8x
EV	1 423	1 763	1 702	1 500	1 231	835	682	718	705
Aktiekurs	41,2	58,8	62,8	50,0	34,5	18,9	10,5	10,5	10,5

Källa: Orexo, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Orexo (ORX 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 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)