



## Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 21 mars 2024

# Orexo

## Stärka finanser

### Nytt obligationslån

Vi återupptar vår bevakning av Orexo efter att bolaget emitterat ett nytt säkerställt socialt obligationslån, där Carnegie agerat som rådgivare. Det nya ersätter det tidigare obligationslånet (inlösen påbörjad) och omfattar samma totalsumma, 500 mkr. Obligationslånet löper över fyra år med en rörlig ränta på 6,50% plus tre månaders Stibor (aktuell ränta 4,01%). Den högre räntenivån var väntad (tidigare 3,75% plus tre månaders Stibor), med tanke på den förändrade riskviljan i marknaden som vi har sett under de senaste åren. Trots att det nya lånet innebär högre räntekostnader är vi positiva till att bolaget är proaktiva och agerar innan osäkerheten i marknaden växer till ett problem om hur bolaget ska omfinansiera tidigare utestående obligationslån

### Bra avslutning på 2023

Det blev en positiv avslutning på 2023 för Orexo, trots motvind från växelkurserna. Bolaget överraskade genom att visa tillväxt med stöd från lagereffekter och vände till ett positivt resultat på EBITDA-nivå, vilket var i linje med våra förväntningar. I samband med rapporten gav bolaget även en övergripande prognos för 2024 som i huvudsak var i linje med våra förväntningar. Det som stack ut var kostnaderna, där bolagets prognos var lägre än vad vi hade räknat med vilket tillsammans och med de högre räntekostnaderna ligger bakom våra prognosförändringar.

### På rätt väg, men mer krävs för att vinna marknadens gunst

Året har inletts bra för Orexo och aktien har utvecklats i linje med OMX Stockholm Small Cap-index. Rapporten för Q4'23 gav oss de signaler som vi ville se och stärker vår tilltro till att bolaget är på väg tillbaka mot lönsamhet. Noterbart är att bolaget fortsätter att ge en positiv bild av att det pågår gynnsamma dialoger med potentiella partners angående sina projekt och plattform, där eventuella avtal ligger utanför våra prognoser. Vi upprepar vår uppfattning att aktien är lågt värderad, men för att realisera potentialen fullt ut krävs det att vägen tillbaka till tillväxt och lönsamhet blir tydligare, där fler pusselbitar behöver hamna på rätt plats. Efter justeringar av våra prognoser snävar vi nu in vårt motiverade värderingsintervall uppåt till 20-25 kr (från 19-25 kr) per aktie.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	20,0 - 25,0 kr		
Totala intäkter	0,3%	0,6%	-0,7%	639	617	773	893	Aktiekurs	14,5 kr		
EBITDA, just.	-71,5%	-10,9%	-2,4%	Tillväxt	2%	-	25%	15%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	N.m.	N.m.	-23,7%	EBITDA, just.	-33	16	89	161	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-109	-69	14	90			
Q1 - rapport		08 maj 2024		EPS, just.	-3,7	-3,2	-0,9	1,2			
Q2 - rapport		17 juli 2024		EPS-tillväxt	28%	15%	73%	244%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	1,7	0,8	2,7	4,3			
Antal aktier			34m	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,8%	10,1%			
Börsvärde			499	ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	35,6%			
Nettoskuld			303	ROCE, just.	Neg.	Neg.	2,3%	14,0%			
EV			802	EV/Sales	1,3x	1,3x	1,0x	0,9x			
Free float			70%	EV/EBITDA	Neg.	51,0x	9,0x	5,0x			
Daglig handelsvolym, snitt			17k	EV/EBIT	Neg.	Neg.	59,1x	8,9x			
Bloomberg Ticker			ORX SS EQUITY	P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	11,7x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>				P/EK	9,0x	17,5x	5,5x	3,4x		Yes	No
Klas Palin				FCF yield	22%	Neg.	3%	20%	Likviditetsgarant		✓
klas.palin@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	18,5x	2,2x	0,7x	Certified adviser		✓
									Transaktioner 12m		✓

## Investment case

Vi ser ett turn around-case i Orexo. Efter flera år av svag/fallande nettoomsättning och förluster ser vi en vändning i sikte. Under innevarande år står bolaget dock fortsatt inför tillväxtutmaningar, men med ett ökat fokus på kostnadseffektiviseringar läggs en grund för att lyfta resultatet och visa positiva siffror på EBITDA-nivå. Med nya möjliga produktlanseringar (OX124) under 2025 skapas förutsättningar att även komma tillbaka på tillväxtspåret och fortsätta leverera resultatförbättringar, där vi räknar med att Orexo når positivt resultat under H2 2025. Bolaget har därtill fler produkter i tidigare faser för att bygga vidare verksamheten och som kan driva en långsiktig tillväxt. Med fler produkter i organisationen skapas skal fördelar och långsiktiga marginalförbättringar.

Förväntningarna att bolaget kommer att lyckas vända verksamheten till lönsamhet och visa tillväxt framstår i dagsläget som låga och aktien handlas med en rabatt om ca 40% jämfört med våra sektorpeers, baserat på våra estimat för 2026. På längre sikt, om bolaget lyckas expandera sin produktportfölj, skapas förutsättningar för att Orexo-aktien ska kunna handlas till en premie jämfört med vårt urval, enligt vår bedömning.

Främsta riskerna i turn around-caset är att OX124 inte når ett marknadsgodkännande på den amerikanska marknaden, eller att ett godkännande fördröjs och därmed reducerar potentialen. Uppsidan ligger framför allt i om bolaget lyckas teckna partneravtal kring sina utvecklingsprojekt eller sin plattform, vilket kan påskynda omställningen till lönsamhet och tillväxt.

## Bolagsprofil

Orexo är ett heltäckande läkemedelsbolag med verksamheter som sträcker sig från tidig forskning hela vägen till kommersialisering. Bolaget agerar via egen marknadsorganisation på den amerikanska marknaden, medan försäljning på övriga marknader går genom partners. I USA marknadsför bolaget sina produkter mot patienter med beroendesjukdomar och psykisk ohälsa. Zubsolv (opioidberoende) är bolagets huvudprodukt och säljs via egen organisation i USA och via partner på övriga marknader. OX124 (opioidöverdoser) är egenutvecklat från amorphOX-plattformen och här pågår en process att få behandlingen godkänd på den amerikanska marknaden, besked väntas i mitten av 2024. Bolaget utvecklar även OX640 (allergiska reaktioner) och projektet har visat lovande resultat i en första klinisk studie.

Huvudkontoret ligger i Uppsala, medan den kommersiella verksamheten leds från Morristown i USA. Nikolaj Sörensen är VD sedan 2013. Bolagets organisation uppgår till drygt 120 anställda, varav omkring hälften ingår i den amerikanska verksamheten. Största ägare är Novo Holding 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 begränsat.

## Värdering

Vår värdering av Orexo stödjer sig i lika delar mot en DCF- och multipelvärdering. Efter prognosjusteringar och refinansiering av obligationslån snävar vi åt vårt motiverade värderingsintervall något till 20-25 kr (19-25) per aktie.

## Avslutade 2023 i en positiv ton

När vi nu återupptar bevakningen efter en dryg månads paus kan vi konstatera att Orexo lyckades avsluta 2023 på ett positivt sätt och bolaget rapporterade något överraskande tillväxt under perioden. Siffrorna var överlag bättre än vad vi hade väntat oss. Den positiva utvecklingen under kvartalet ledde till att samtliga finansiella mål som bolaget hade satt upp för 2023 uppnåddes.

Utfall mot våra förväntningar i Q4 2023 (mkr)					
	Utfall	Q4 2023e	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q4 2022
Nettoomsättning	166,0	150,4	15,6	10,4%	156,1
varav US Pharma	151,3	139,6	11,7	8,4%	142,6
varav DTx	0,0	0,0	0,0	nm	0,0
varav HQ & Pipeline	14,7	10,8	3,9	36,1%	13,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>145,9</b>	<b>130,9</b>	<b>15,0</b>	<b>11,4%</b>	<b>130,2</b>
OPEX	-154,5	-140,3	-14,2	-10,1%	-201,2
<b>EBITDA</b>	<b>12,4</b>	<b>9,8</b>	<b>2,6</b>	<b>-26,2%</b>	<b>-53,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>-8,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>0,8</b>	<b>8,2%</b>	<b>-71,1</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-18,6</b>	<b>-16,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-15,0%</b>	<b>-91,8</b>
EPS	-0,54	-0,47	-0,1	-15,0%	-2,67
Bruttomarginal	87,9%	87,1%	0,8%	0,8%	83,4%
EBITDA-marginal	7,5%	6,5%			Neg
EBIT-marginal	Neg	Neg			Neg

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Nettoomsättningen utvecklades bättre än förväntat, där den fick en extra skjuts av lagerupbyggnaden för Zubsolv på 12,6 mkr, vilket inte hade inkluderats i våra beräkningar. Bolaget indikerar att utvecklingen bör ses som en normalisering av lagernivåerna efter att de hade varit nedpressade under föregående kvartal. Vi delar bolagets uppfattning, men vill påpeka att lagernivåer över tid korrelerar med hur marknadsandelen för Zubsolv utvecklas. När vi justerar för de positiva lagereffekterna landade nettoomsättningen i Q4(23) på 153,6 mkr, vilket var 2,0% över vår prognos, medan försäljningen av Zubsolv var i linje med förväntningarna.

Bruttomarginalen var stark, bättre än vad vi räknat med, och steg till 87,9% (83,4%), där amerikanska verksamheten rapporterade en bruttomarginal om 89,9% (85,6%).

Det som stack ut negativt i Q4'23 var OPEX som hamnade över våra förväntningar. En del av detta relaterar till omvärdering av balansposter på -7,2 mkr, vilket vi inte hade tagit med. Det är en icke kassaflödespåverkande effekt som varierar med valutarörelserna för SEK/USD och därmed inte något vi lägger särskilt stor vikt vid. Därtill minskade inte de administrativa och forskning- och utvecklingskostnaderna i samma omfattning som vi hade förväntat oss. Vi tror att det kan finnas utrymme att ytterligare minska dessa kostnader från nivån i Q4'23, men det är inget som tydligt framgår av bolagets guidning för 2024.

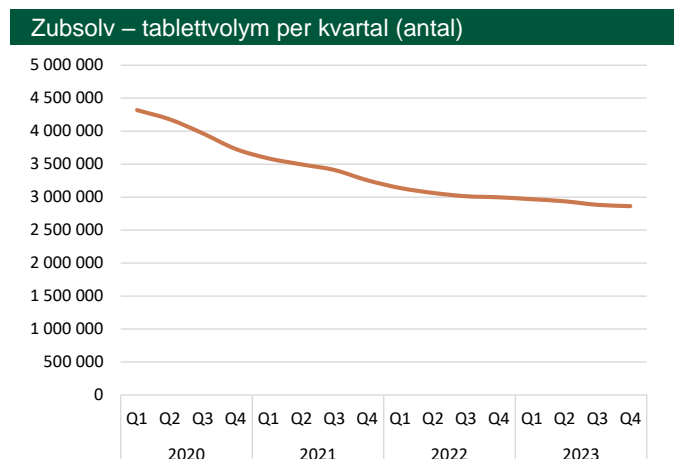
I linje med vår förväntan lyckades Orexo nå sin EBITDA-prognos under H2'23 efter att vänt till positiva siffror i Q4'23, men lönsamhetsmålet fick bra hjälp av den positiva lagereffekten. Finansiellt hade bolaget en nettoskuld på 303 mkr vid slutet av 2023 och hade ett operativa kassaflöde på -2,6 mkr under kvartalet, som tyngdes av rörelsekapitalförändringar om -29,8 mkr.

Under fjärde kvartalet skrevs tillgångsvärden upp i det amerikanska dotterbolaget, vilket resulterade i en positiv effekt på det egna kapitalet i moderbolaget. Det egna kapitalet ökade till 162,1 mkr från 53,4 mkr vid utgången av Q3'23. På koncernnivå är det egna kapitalet fortsatt lågt och riskerar att bli negativt under 2024. Därför har vi i våra prognoser för 2024 inkluderat en kapitalinjektion på 75 mkr för att eliminera den risken. Vi har även lagt med en kapitalinjektion om 75 mkr för 2025.

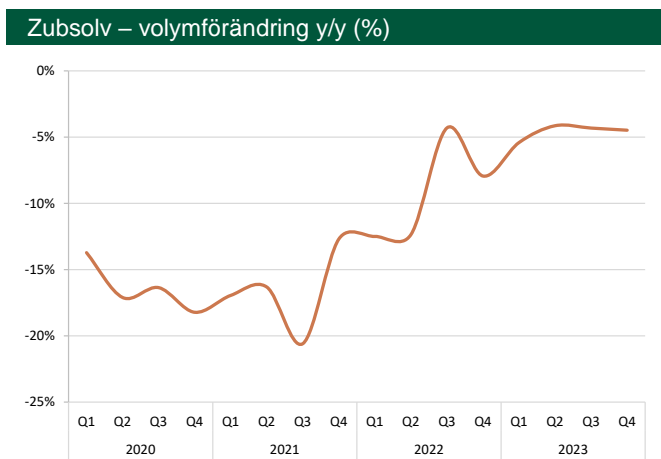
## Volymnedgången har planat ut

Zubsolv fortsätter att vara bolagets viktigaste produkt och vi förväntar oss att det kommer att vara så under flera år framöver. Två patenttvister har redan avgjorts till förmån för Orexo, men en överklagandeprocess återstår och vi förväntar oss att få besked om den under året. Utsikterna är goda för att Orexo ska lyckas försvara sina patent även denna gång, vilket i så fall skulle bekräfta ett patentskydd för Zubsolv fram till september 2032. Vi förutser att slutförandet av överklagandeprocessen kommer att medföra vissa ökade legala kostnader, men dessa förväntas inte nå samma nivåer som under huvudprocessen.

Vi har under flera år fått se volymerna minska för Zubsolv och så även under 2023, då volymnedgången var på ca 4-5%. Zubsolv har fortsatt att tappa marknadsandelar under 2023, men det har delvis kunnat kompenseras av att den underliggande marknaden växer (+4% under 2023) och av prishöjningar (+3-4%). Utifrån tillgänglig förskrivningsdata kan vi konstatera att minskningstakten successivt avtagit och att marknadsandelen stabiliserats på omkring 2,2%.



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

I nuläget ser vi inget i marknaden som snabbt kommer att ändra på förutsättningarna för Zubsolv och vi räknar med att läkemedlet fram till patentförfall successivt tappar i marknadsandel. En fortsatt tillväxt i den underliggande marknaden på 2-4% per år och prishöjningar i samma omfattning, bedömer vi, i viss mån kommer att kunna kompensera för detta.

## Sobi första officiella samarbetspartnern till AmorphOX

En viktig del i bolagets långsiktiga tillväxtpotential ligger i formuleringsplattformen AmorphOX. Det har varit känt under en tid att åtminstone två läkemedelsbolag utvärderar plattformen. Nyligen tillkännagav Orexo att ett av dessa bolag är Swedish Orphan Biovitrum (Sobi), och samarbetet med dem fördjupas nu efter att positiva resultat har uppnåtts i den explorativa förstudien. Resultaten visar att biomolekylen behåller sin aktivitet när den formuleras med AmorphOX, vilket öppnar upp möjligheten att administrera produkten nasalt. Samarbetet fortsätter och i nästa fas kommer ytterligare utvärderingar att utföras för att bedöma om AmorphOX kan tillföra unika egenskaper till Sobis behandling.

Vi bedömer att Orexo kommer att få ersättning för sina forskningsåtaganden kring projektet, men eftersom omfattningen av sådana betalningar är svårbedömda har vi valt att inte inkludera dem i våra prognoser. Även om det säkert kan finnas viss marginal för Orexo, bedömer vi att det sammantaget är av begränsad storlek. Den stora potentiella uppsidan ligger i om samarbetet fortsätter att utvecklas väl och leder till ett licensavtal. Vi ser fram emot ytterligare uppdateringar från samarbetet under 2024.

## Finansiella prognoser och prognosförändringar

Som vi redan nämnt uppnåddes samtliga av bolagets prognoser för 2023, även om marginalen var liten och bolaget fick stöd av de positiva lagerjusteringarna hos kunder i slutet av året. Nya prognoser för 2024 kommunicerades i Q4'23-rapporten. Vi tycker inte att de framstår alltför utmanande att leverera på. Den nya prognosen är:

- Den underliggande marknaden för buprenorfin/naloxon växer med 2-5%.
  - Vår förväntan var på en tillväxt om 4% och vi ser i nuläget ingen anledning att förändra den.
- Nettointäkterna för Zubsolv i USD i linje med 2023 (USD 54,6m).
  - Vår förväntan inför rapporten var marginellt lägre och låg på USD 54,2m. Vi gör ingen förändring.
- Kostnadskontroll är prioriterad och OPEX (exkluderat avskrivningar) minskar från 582 mkr under 2023 till under 530 mkr.
  - Här skiljde vi oss väsentligt med en förväntan om 471 mkr i OPEX exklusive avskrivningar för 2024. Vi bedömer att bolaget valt att vara försiktiga i sin prognos för att kunna överraska positivt, men även för att ge utrymme för potentiella ökade legala kostnader. Vi väljer att höja vår prognos till 518 mkr.
- Positivt EBITDA för helåret
  - Målet upplever vi är konservativt och beroende av att ovanstående mål avseende Zubsolv och OPEX kan uppnås. Inför rapporten uppgick vår prognos till ett EBITDA om 55,2 mkr, som vi tagit ned till 15,7 mkr, i linje med höjd kostnadsprognos.

Summerat gör vi endast mindre förändringar i våra prognoser för nettoomsättningen, men har tagit upp OPEX-nivån. Därutöver innebär räntesatserna för det nya obligationslånet högre förväntade räntekostnader än vad vi tidigare hade räknat med. Den mest påtagliga förändringen blir för innevarande år och därefter ser vi avtagande effekter.

Övergripande prognosförändringar 2024-2026 (mkr)		2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	Ny	616,6	773,2	892,8
	Tidigare	615,0	768,8	899,0
	Diff	0,3%	0,6%	-0,7%
Bruttoresultat	Ny	533,9	665,3	766,8
	Tidigare	527,4	661,2	772,1
	Diff	1,2%	0,6%	-0,7%
EBITDA	Ny	15,7	89,4	161,0
	Tidigare	55,2	100,3	164,9
	Diff	-71,5%	-10,9%	-2,4%
EBIT	Ny	-69,4	13,6	90,3
	Tidigare	-19,9	25,2	89,8
	Diff	-248,8%	-46,3%	0,5%
EPS (SEK)	Ny	-3,2	-0,9	1,2
	Tidigare	-1,4	-0,1	1,6
	Diff	-129,9%	-669,3%	-23,7%

Källa: Penser by Carnegie

Vi ser framför oss ett relativt odramatiskt 2024 där nettoomsättningen minskar något (huvudsakligen valutakursdrivet), men även ordentliga resultatförbättringar när kostnaderna i verksamheten sjunker.

Från 2025 ser vi potential för att Orexo återigen visar tillväxt, där OX124 förväntas vara den främsta drivkraften under de kommande åren. Processen med den amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA verkar löpa enligt plan och vi förväntar oss fortsatt besked under Q3 2024. Höga produktionskostnader för OX124 och att bolaget förväntas sent i den regulatoriska processen få besked om den fullständiga produktetiketten är anledningen till att vi förutser att lanseringen sker i början av 2025. I vår prognos för 2024 har vi inte inkluderat några partneravtal kring AmorphOx-plattformen eller för OX640. Dock har vi inkluderat riskjusterade intäkter (med en sannolikhet på 25%) för OX640 i våra prognoser från 2027 och framåt.

För bolagets produkter inom digital hälsa är våra förväntningar fortsatt låga. Med vorvida och modia adderade till utbudet hos Veterans Affairs, utöver deprexis, så kan det uppstå nya möjligheter. I nuläget ser vi dock inga tecken som tyder på att digitala behandlingar är på väg att slå igenom i USA, utan istället bolag inom segmentet som stänger ned.

#### Uppdaterade kvartalsprognoser 2022-2024 (mkr)

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e
Nettoomsättning	159,4	147,8	161,0	156,1	158,8	157,7	156,1	166,0	148,9	155,9	154,0	157,8
US Pharma	139,1	139,6	150,1	142,6	140,3	145,4	140,4	151,3	137,5	142,2	140,7	142,3
DTx	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
HQ+pipeline	20,1	8,1	10,8	13,4	18,4	12,2	15,7	14,7	11,4	13,7	13,3	15,0
Kostnader för sålda varor	-27,5	-21,2	-28,0	-25,9	-28,7	-17,2	-22,8	-20,1	-19,7	-20,8	-21,5	-20,7
<b>Bruttovinst</b>	<b>131,9</b>	<b>126,6</b>	<b>133,0</b>	<b>130,2</b>	<b>130,1</b>	<b>140,5</b>	<b>133,3</b>	<b>145,9</b>	<b>129,2</b>	<b>135,1</b>	<b>132,6</b>	<b>137,1</b>
Försäljningskostnader	-41,6	-50,5	-54,7	-52,2	-45,5	-48,2	-44,7	-43,5	-43,9	-44,4	-47,0	-49,7
Administrationskostnader	-33,0	-51,2	-54,2	-63,8	-66,5	-38,3	-45,4	-38,0	-38,0	-42,9	-35,4	-36,8
Forsknings- och utvecklingskostnader	-72,0	-81,3	-76,5	-88,2	-78,5	-75,6	-83,7	-65,4	-63,3	-65,5	-66,2	-66,3
Övriga rörelsekostnader	1,5	6,7	2,5	3,0	1,1	8,6	11,9	-7,6	-4,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-13,2</b>	<b>-49,7</b>	<b>-49,8</b>	<b>-71,1</b>	<b>-59,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-28,7</b>	<b>-8,6</b>	<b>-20,0</b>	<b>-17,7</b>	<b>-16,1</b>	<b>-15,6</b>
Finansnetto	-1,9	12,3	27,4	-24,4	-9,1	-2,9	-7,9	-10,9	-12,5	-12,5	-12,0	-11,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-15,1</b>	<b>-37,4</b>	<b>-22,4</b>	<b>-95,5</b>	<b>-68,4</b>	<b>-15,8</b>	<b>-36,6</b>	<b>-19,5</b>	<b>-32,5</b>	<b>-30,2</b>	<b>-28,1</b>	<b>-27,1</b>
Skatt	-8,5	1,7	-4,1	3,7	4,6	3,2	3,3	0,9	1,6	1,8	2,2	2,7
<b>Periodens resultat</b>	<b>-23,6</b>	<b>-35,7</b>	<b>-26,5</b>	<b>-91,8</b>	<b>-63,8</b>	<b>-12,6</b>	<b>-33,3</b>	<b>-18,6</b>	<b>-30,9</b>	<b>-28,4</b>	<b>-25,8</b>	<b>-24,4</b>
Avskrivningar	16,0	17,2	17,5	18,0	18,2	18,5	19,2	21,0	21,2	21,3	21,3	21,3
<b>EBITDA</b>	<b>2,8</b>	<b>-32,5</b>	<b>-32,4</b>	<b>-53,1</b>	<b>-41,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-9,5</b>	<b>12,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>
Tillväxt y/y	20,5%	3,5%	10,4%	8,4%	-0,4%	6,7%	-3,0%	6,4%	-6,2%	-1,1%	-1,3%	-5,0%
EPS (kr)	-0,69	-1,04	-0,77	-2,67	-1,86	-0,37	-0,97	-0,54	-0,90	-0,82	-0,75	-0,71
Bruttomarginal	82,7%	85,7%	82,6%	83,4%	81,9%	89,1%	85,4%	87,9%	86,8%	86,7%	86,1%	86,9%
EBIT-marginal	-8,3%	-33,6%	-30,9%	-45,5%	-37,3%	-8,2%	-18,4%	-5,2%	-13,4%	-11,3%	-10,4%	-9,9%
EBITDA-marginal	1,8%	-22,0%	-20,1%	-34,0%	-25,9%	3,5%	-6,1%	7,5%	0,8%	2,3%	3,4%	3,6%

Källa: Penser by Carnegie

#### Uppdaterade helårsprognoser 2019-2027 (mkr)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	844,6	663,6	565,0	624,2	638,6	616,6	773,2	892,8	1027,5
US Pharma	719,2	623,3	522,7	571,4	577,5	562,7	736,6	841,6	906,5
DTx	0,0	0,0	1,1	0,3	0,0	0,5	5,1	18,9	31,9
HQ+pipeline	125,6	40,2	41,2	52,5	61,1	53,4	31,5	32,3	89,0
Kostnader för sålda varor	-105,5	-65,6	-79,0	-102,6	-88,8	-82,7	-107,9	-126,0	-138,4
<b>Bruttovinst</b>	<b>739,1</b>	<b>598,0</b>	<b>486,0</b>	<b>521,6</b>	<b>549,8</b>	<b>533,9</b>	<b>665,3</b>	<b>766,8</b>	<b>889,1</b>
Försäljningskostnader	-191,8	-286,6	-280,4	-199,0	-181,9	-185,0	-237,3	-266,7	-290,9
Administrationskostnader	-139,6	-102,8	-151,5	-202,2	-188,2	-153,0	-146,9	-142,8	-143,8
Forsknings- och utvecklingskostnader	-181,3	-224,9	-272,3	-318,0	-303,1	-261,3	-262,9	-261,4	-277,4
Övriga rörelsekostnader	4,8	-3,6	4,0	13,7	14,0	-4,0	-4,6	-5,5	-5,8
<b>Rörelseresultat</b>	<b>231,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-214,2</b>	<b>-183,9</b>	<b>-109,4</b>	<b>-69,4</b>	<b>13,6</b>	<b>90,3</b>	<b>171,1</b>
Finansnetto	-3,3	-18,4	-8,4	13,4	-30,8	-48,5	-44,6	-44,6	-45,4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-38,3</b>	<b>-222,6</b>	<b>-170,5</b>	<b>-140,3</b>	<b>-117,9</b>	<b>-31,0</b>	<b>45,7</b>	<b>125,7</b>	<b>159,9</b>
Skatt	-8,8	-46,1	-1,0	-7,2	12,0	8,4	1,5	-3,2	-11,3
<b>Periodens resultat</b>	<b>219,1</b>	<b>-84,4</b>	<b>-223,6</b>	<b>-177,7</b>	<b>-128,3</b>	<b>-109,5</b>	<b>-29,4</b>	<b>42,5</b>	<b>114,3</b>
Avskrivningar	41,0	38,9	53,0	68,7	76,9	85,1	75,8	70,7	73,5
<b>EBITDA</b>	<b>272,2</b>	<b>19,0</b>	<b>-161,1</b>	<b>-115,2</b>	<b>-32,5</b>	<b>15,7</b>	<b>89,4</b>	<b>161,0</b>	<b>244,6</b>
Tillväxt y/y	7,9%	-21,4%	-14,9%	10,5%	2,3%	-3,4%	25,4%	15,5%	15,1%
EPS (kr)	6,33	-2,46	-6,51	-5,18	-3,73	-3,18	-0,86	1,24	3,32
Bruttomarginal	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	86,6%	86,0%	85,9%	86,5%
EBIT-marginal	27,4%	-3,0%	-37,9%	-29,5%	-17,1%	-11,3%	1,8%	10,1%	16,7%
EBITDA-marginal	32,2%	2,9%	-28,5%	-18,5%	-5,1%	2,5%	11,6%	18,0%	23,8%

Källa: Penser by Carnegie

## Värdering

Vår värderingsmetodik utgår ifrån en DCF- och multipelvärdering i lika delar. Snittet av de två angreppssätten ger oss ett värde om 25,4 kr per aktie (25,1). Med utgångspunkt från vår värdering sätter vi vårt motiverade värderingsintervall till 20-25 kr per aktie (19-25), där den nedre delen är en rabatt om 20% (25%) mot vårt sammanvägda värde. Rabatten motiveras av att det behöver bli tydligare att Orexo står inför bättre tider med tillväxt, lönsamhet och finansiell stabilitet innan aktiemarknaden är beredd att handla aktien i nivå med jämförbara bolag (se nedan). Att en mer långsiktig finansiering av verksamheten nu är på plats tar bort ett osäkerhetsmoment och är motivet till att vi tar ned rabattnivån ett snäpp.

Vår DCF-modell är uppbyggd kring explicita prognoser tio år framåt för respektive affärsområde, samt nedanstående beskrivna terminala antaganden. Kassaflödena diskonterar vi med en WACC om 15%.

### DCF-värdering och långsiktiga antaganden

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	776	Riskfri ränta	4,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	375	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 151</b>	Småbolagspremie	5,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	303	Extra risk-premie	1,0%	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>848</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	34				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>24,7</b>				

Källa: Penser by Carnegie

### Känslighetsanalys uthållig tillväxt / WACC

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
13,0%	28,5	29,8	31,4	33,3	35,6
14,0%	25,5	26,5	27,7	29,2	30,9
15,0%	22,8	23,7	<b>24,7</b>	25,8	27,1
16,0%	20,3	21,0	21,8	22,7	23,7
17,0%	18,3	18,9	19,5	20,2	21,1

Källa: Penser by Carnegie

### Känslighetsanalys uthållig EBIT-marginal / WACC

	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
13,0%	22,9	27,1	31,4	35,7	40,0
14,0%	20,4	24,1	27,7	31,4	35,1
15,0%	18,3	21,5	<b>24,7</b>	27,8	31,0
16,0%	16,4	19,1	21,8	24,5	27,2
17,0%	14,8	17,2	19,5	21,9	24,3

Källa: Penser by Carnegie

I vår multipelvärdering utgår vi ifrån våra prognoser för 2026, vilket är det år vi bedömer att Orexo kan visa positivt resultat för helåret. Det blir då mer relevant att jämföra med värderingen av liknande bolag som referens mot vår DCF-värdering. När vi använder multiplarna för EV/S, EV/EBITDA och EV/EBIT för nedanstående urval för våra prognoser under 2026 får vi ett genomsnittsvärde om 26,2 kr (24,9).

### Värderingsmultiplar för jämförbara bolag – amerikanska marknaden

	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Alkermes	2,8x	2,7x	2,7x	8,3x	8,7x	7,7x	9,9x	10,3x	9,5x
Amneal Pharmaceuticals	1,8x	1,7x	1,6x	7,8x	7,6x	7,4x	10,3x	9,8x	8,3x
Amphastar Pharmaceuticals	3,2x	2,9x	2,6x	8,2x	7,3x	6,1x	9,3x	8,3x	7,1x
Collegium Pharmaceutical	2,7x	2,6x	2,8x	4,1x	4,0x	4,3x	4,5x	4,2x	4,4x
Emergent BioSolutions	0,9x	-	-	11,9x	-	-	Neg.	-	-
Hikma Pharmaceuticals	2,2x	2,1x	2,0x	8,1x	7,6x	7,1x	9,6x	9,1x	8,4x
H. Lundbeck	1,5x	1,5x	1,4x	5,5x	5,1x	4,5x	8,2x	7,1x	6,3x
Indivior	2,1x	2,0x	1,7x	7,2x	6,0x	5,0x	7,7x	6,6x	5,2x
Perrigo	1,6x	1,6x	1,5x	10,5x	9,1x	8,6x	12,6x	10,8x	9,8x
Supernus Pharmaceuticals	2,8x	2,8x	2,5x	14,0x	13,6x	9,5x	15,9x	14,3x	9,6x
Teva Pharmaceutical	2,1x	2,1x	2,0x	6,9x	6,5x	6,3x	7,7x	7,2x	6,9x
<b>Medel</b>	<b>2,2x</b>	<b>2,2x</b>	<b>2,1x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,6x</b>	<b>9,6x</b>	<b>8,8x</b>	<b>7,5x</b>
<b>Median</b>	<b>2,1x</b>	<b>2,1x</b>	<b>2,0x</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,4x</b>	<b>6,7x</b>	<b>9,5x</b>	<b>8,7x</b>	<b>7,7x</b>
Orexo (vår prognoser)	1,3x	1,0x	0,9x	51,0x	9,0x	5,0x	Neg.	59,1x	8,9x

Källa: Penser by Carnegie, FactSet

Urvalet av bolagen ovan baseras på en selektion där vi har tagit hänsyn till nivån av innovation inom produktportföljen, liknande behandlingsområden som för Orexo och att de har marknadsnärvaro på den amerikanska läkemedelsmarknaden. Det som skiljer sig från Orexo är att samtliga bolag är betydligt större och har en bredare produktportfölj. Dessutom har de flesta av

bolagen en historik av lönsamhet att luta sig mot. Vad som särskiljer Orexo är möjligheten att under perioden 2024-2026 växa snabbare än urvalet, förutsatt att OX124 får ett FDA-godkännande.

För att Orexo ska handlas i linje med vårt referensurval bedömer vi att bolagets väg mot en turn around behöver bli tydligare. Utöver en fortsatt stabil utveckling för Zubsolv ser vi följande nyhetsflöde som viktigt att leverera på för att detta ska uppnås:

- Licensavtal för OX640
- Formuleringsavtal amorphOX
- FDA-godkännande av OX124, besked väntas i mitten av 2024



Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>783</b>	<b>845</b>	<b>664</b>	<b>565</b>	<b>624</b>	<b>639</b>	<b>617</b>	<b>773</b>	<b>893</b>
Kostnad sålda varor	-172	-106	-66	-79	-103	-89	-83	-108	-126
<b>Bruttoresultat</b>	<b>611</b>	<b>739</b>	<b>598</b>	<b>486</b>	<b>522</b>	<b>550</b>	<b>534</b>	<b>665</b>	<b>767</b>
Försäljningskostnader	-191	-192	-287	-280	-199	-182	-185	-237	-267
Administrationskostnader	-167	-140	-103	-151	-202	-188	-153	-147	-143
R&D-kostnader	-167	-181	-225	-272	-318	-303	-261	-263	-261
Övriga rörelsekostnader	9	5	-4	4	14	14	-4	-5	-6
<b>EBITDA</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-33</b>	<b>16</b>	<b>89</b>	<b>161</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-33</b>	<b>16</b>	<b>89</b>	<b>161</b>
Avskrivningar	-21	-41	-39	-53	-69	-77	-85	-76	-71
<b>EBITA, justerad</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-69</b>	<b>14</b>	<b>90</b>
<b>EBIT</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-69</b>	<b>14</b>	<b>90</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-69</b>	<b>14</b>	<b>90</b>
Finansnetto	-4	-3	-18	-8	13	-31	-49	-45	-45
<b>Resultat före skatt</b>	<b>92</b>	<b>228</b>	<b>-38</b>	<b>-223</b>	<b>-170</b>	<b>-140</b>	<b>-118</b>	<b>-31</b>	<b>46</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>92</b>	<b>228</b>	<b>-38</b>	<b>-223</b>	<b>-170</b>	<b>-140</b>	<b>-118</b>	<b>-31</b>	<b>46</b>
Total skatt	46	-9	-46	-1	-7	12	8	2	-3
<b>Nettoresultat</b>	<b>138</b>	<b>219</b>	<b>-84</b>	<b>-224</b>	<b>-178</b>	<b>-128</b>	<b>-109</b>	<b>-29</b>	<b>43</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>138</b>	<b>219</b>	<b>-84</b>	<b>-224</b>	<b>-178</b>	<b>-128</b>	<b>-109</b>	<b>-29</b>	<b>43</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	8%	Neg.	Neg.	10%	2%	Neg.	25%	15%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	86,6%	86,0%	85,9%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	10,1%
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,18	-0,86	1,24
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	15%	73%	244%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	96	231	-20	-214	-184	-109	-69	14	90
Övriga kassaflödesposter	29	9	-14	-17	-25	77	49	21	31
Förändringar i rörelsekapital	117	40	52	17	50	-54	-9	-13	-13
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>241</b>	<b>281</b>	<b>18</b>	<b>-215</b>	<b>-158</b>	<b>-86</b>	<b>-29</b>	<b>21</b>	<b>108</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-26	-189	-53	-235	201	-3	-8	-11
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-6</b>	<b>-26</b>	<b>-189</b>	<b>-53</b>	<b>-235</b>	<b>201</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>235</b>	<b>254</b>	<b>-171</b>	<b>-268</b>	<b>-393</b>	<b>115</b>	<b>-32</b>	<b>14</b>	<b>98</b>
Övriga poster	1	-56	-111	251	-21	-70	114	70	-7
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>1</b>	<b>-56</b>	<b>-111</b>	<b>251</b>	<b>-21</b>	<b>-70</b>	<b>114</b>	<b>70</b>	<b>-7</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>236</b>	<b>199</b>	<b>-283</b>	<b>-17</b>	<b>-415</b>	<b>45</b>	<b>82</b>	<b>84</b>	<b>91</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-269</b>	<b>-473</b>	<b>-214</b>	<b>46</b>	<b>188</b>	<b>303</b>	<b>290</b>	<b>199</b>	<b>112</b>

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	104	114	253	249	217	173	124	83	47
Materiella anläggningstillgångar	20	22	47	66	76	81	79	79	76
Övriga anläggningstillgångar	103	144	101	93	80	73	70	70	70
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>227</b>	<b>280</b>	<b>401</b>	<b>408</b>	<b>374</b>	<b>328</b>	<b>273</b>	<b>232</b>	<b>193</b>
Varulager	174	132	108	92	75	42	59	93	107
Kundfordringar	296	273	218	269	309	246	255	271	295
Likvida medel och kortfristiga placeringar	590	817	505	504	352	171	231	325	416
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 060</b>	<b>1 221</b>	<b>832</b>	<b>866</b>	<b>735</b>	<b>459</b>	<b>545</b>	<b>689</b>	<b>817</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 287</b>	<b>1 501</b>	<b>1 233</b>	<b>1 274</b>	<b>1 109</b>	<b>787</b>	<b>819</b>	<b>920</b>	<b>1 011</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	476	706	559	350	194	59	29	91	147
<b>Summa eget kapital</b>	<b>476</b>	<b>706</b>	<b>559</b>	<b>350</b>	<b>194</b>	<b>59</b>	<b>29</b>	<b>91</b>	<b>147</b>
Långfristiga räntebärande skulder	321	290	0	492	495	448	495	495	495
Långfristiga leasingsskulder	0	33	47	38	24	5	6	7	9
Övriga långfristiga skulder	7	11	26	14	10	12	10	10	7
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>327</b>	<b>334</b>	<b>73</b>	<b>544</b>	<b>529</b>	<b>464</b>	<b>511</b>	<b>512</b>	<b>511</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	225	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	218	171	160	200	244	109	126	162	187
Kortfristiga leasingsskulder	0	21	19	20	21	21	21	22	24
Övriga kortfristiga skulder	266	269	197	160	122	133	132	133	141
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>483</b>	<b>461</b>	<b>601</b>	<b>380</b>	<b>386</b>	<b>263</b>	<b>279</b>	<b>317</b>	<b>353</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 287</b>	<b>1 501</b>	<b>1 233</b>	<b>1 274</b>	<b>1 109</b>	<b>787</b>	<b>819</b>	<b>920</b>	<b>1 011</b>

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	8%	Neg.	Neg.	10%	2%	Neg.	25%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	134%	Neg.	Neg.	28%	72%	148%	468%	80%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	141%	Neg.	Neg.	14%	40%	37%	120%	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	15%	73%	244%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	86,6%	86,0%	85,9%
EBITDA-marginal	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	11,6%	18,0%
EBITDA-marginal, justerad	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	11,6%	18,0%
EBIT-marginal	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	10,1%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	10,1%
Vinst-marginal, justerad	17,6%	N.m.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,8%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	37%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	36%
ROCE, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	14%
ROIC, justerad	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%	33%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	22%	16%	16%	16%	12%	7%	10%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	32%	33%	48%	50%	38%	41%	35%	33%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	94%	91%	97%	54%	55%	40%	46%	49%	52%
Rörelsekapital / totala intäkter	-2%	-4%	-5%	0%	3%	7%	9%	9%	8%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x	1,2x	1,1x	1,3x	1,3x

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-269	-473	-214	46	188	303	290	199	112
Soliditet	37%	47%	45%	27%	17%	7%	3%	10%	15%
Nettoskulsättningsgrad	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	5,1x	10,2x	2,2x	0,8x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-1,7x	-11,3x	N.m.	N.m.	N.m.	18,5x	2,2x	0,7x

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,18	-0,86	1,24
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,18	-0,86	1,24
FCF per aktie	6,70	7,19	-4,84	-7,80	-11,5	3,34	-0,94	0,40	2,84
Eget kapital per aktie	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	1,71	0,83	2,65	4,28
Antal aktier vid årets slut, m	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,4	34,4	34,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,4	34,4	34,4

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

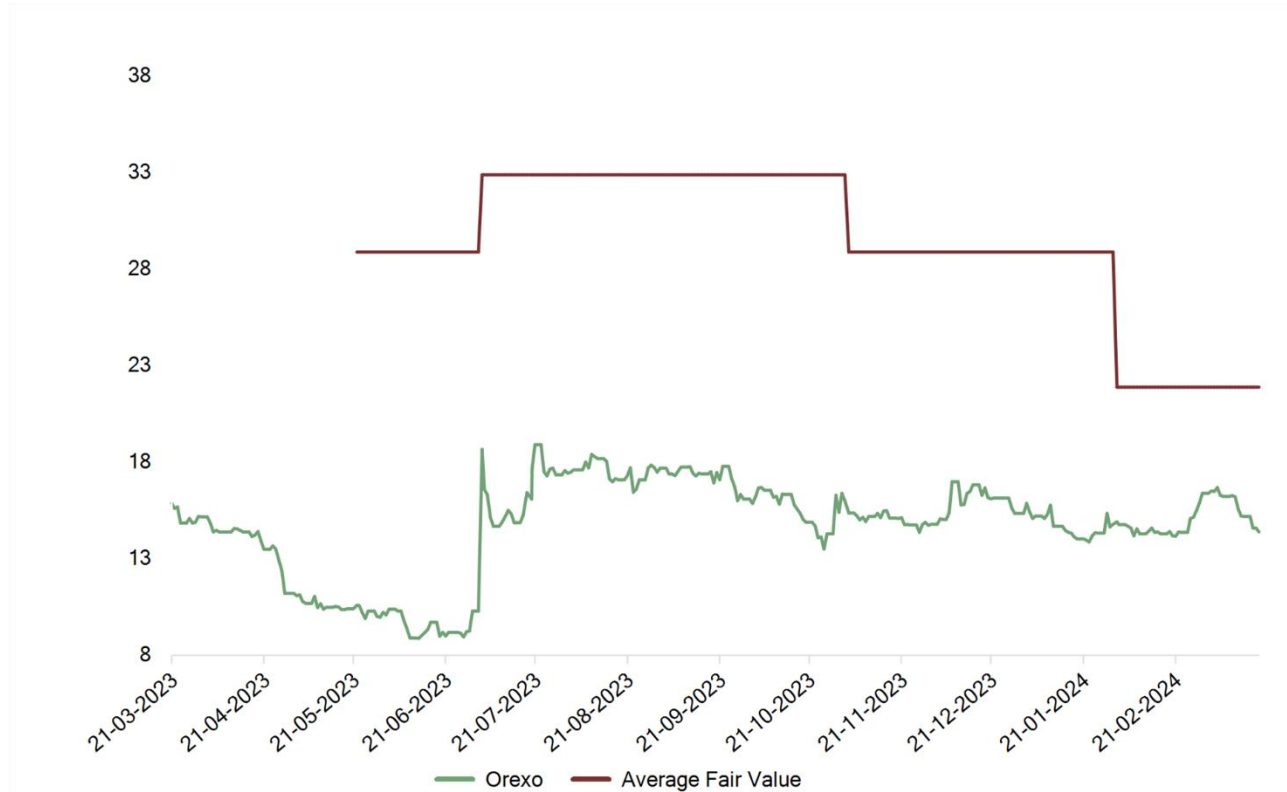
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,7x
P/EK	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	9,0x	17,5x	5,5x	3,4x
P/FCF	8,8x	8,7x	Neg.	Neg.	Neg.	4,6x	Neg.	36,4x	5,1x
FCF-yield	11%	11%	Neg.	Neg.	Neg.	22%	Neg.	3%	20%
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	2,3x	2,0x	2,3x	2,2x	1,3x	1,3x	1,3x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	Neg.	51,0x	9,0x	5,0x
EV/EBIT, justerad	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	59,1x	8,9x
EV	1 763	1 702	1 500	1 231	835	835	802	802	802
Aktiekurs	58,8	62,8	50,0	34,5	18,9	15,5	14,5	14,5	14,5

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Orexo (ORX SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygges att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95