



## Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 25 april 2024

# Orexo

## Valutavinden har vänt, effekten begränsad i Q1

### Lägre försäljning men förbättrad lönsamhet

Vi förväntar oss att Orexo visar en nettoomsättning för Q1(24) på 144,4 mkr (158,8), en minskning med -9% Y/Y. De lägre intäkterna som vi räknar med är huvudsakligen relaterade till Zubsolv i Europa och USA. Nedgången drivs av negativa lagereffekter som bedöms stå för ca 2/3 av minskningen och resten kommer av lägre förskrivningsvolym. Våra förväntningar på rörelsekostnaderna är att de gått ned mer och att vi därmed får se en fortsättning på de lönsamhetsförbättringar som inleddes under H2 2023. Vi räknar med ett positivt EBITDA för perioden på 6,3 mkr (-41,1), men ett negativt EBIT om -14,9 mkr (-59,3) och EPS som uppgår till -0,8 kr (-1,9).

### Vi finjusterar våra siffror uppåt

Inför rapporten gör vi vissa justeringar av våra prognoser, där den främsta orsaken är volatiliteten för den svenska kronan. Kronan har försvagats kraftigt mot USD i år; försämringen blev särskilt påtaglig i slutet av Q1(24) och den har därefter fortsatt att försvagas. I och med att merparten av valutarörelsen kom relativt sent i kvartalet är effekten på vår prognos för Q1(24) begränsad, men påverkan på balansposter blir mer direkt. I vår helårsprognos och framåt har vi valt att delvis väga in den stora växelkursrörelsen. Består den året ut kan det ge ytterligare 2-3% på intäkterna.

### Projektbesked viktigast för aktien

Det är givetvis viktigt att Orexo kan fortsätta leverera lönsamhetsförbättringar i linje med de finansiella målen för 2024 och tydligt visa att rörelsekostnaderna sjunker så att ett positivt EBITDA kan nås. För aktien anser vi att det är mer betydelsefullt att bygga konfidens kring att tillväxten kommer tillbaka och att bolaget åter kan bli lönsamt. Nyckeln till det, anser vi, ligger i utvecklingsprojekten OX124 och OX640. Vi hoppas därför att rapporten kan ge signaler om en positiv utveckling i den regulatoriska processen i USA för OX124 och att partnerdiskussioner för OX640 fortlöper.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	20,0 - 26,0 kr	
Totala intäkter	0,0%	1,9%	1,9%	639	617	788	910	Aktiekurs	17,0 kr	
EBITDA, just.	20,3%	0,9%	1,3%	Tillväxt	2%	-	28%	15%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	2,3%	2,7%	4,7%	EBITDA, just.	-33	19	90	163	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-109	-66	14	92		
Q1 - rapport		08 maj 2024		EPS, just.	-3,7	-3,1	-0,8	1,3	<b>Intressekonflikter</b>	
Q2 - rapport		17 juli 2024		EPS-tillväxt	28%	17%	73%	256%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	1,7	0,8	2,7	4,4		
Antal aktier			34m	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,8%	10,2%		
Börsvärde			585	ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	36,7%		
Nettoskuld			303	ROCE, just.	Neg.	Neg.	2,5%	14,2%		
EV			888	EV/Sales	1,3x	1,4x	1,1x	1,0x		
Free float			70%	EV/EBITDA	Neg.	47,0x	9,8x	5,4x		
Daglig handelsvolym, snitt			13k	EV/EBIT	Neg.	Neg.	61,6x	9,6x		
Bloomberg Ticker			ORX SS EQUITY	P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	13,1x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	9,0x	20,1x	6,3x	3,9x		
Klas Palin				FCF yield	22%	Neg.	2%	0,7x		
klas.palin@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	15,3x	2,2x	0,7x		
								Likviditetsgarant	✓	
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

## Investment case

Vi ser ett turn around-case i Orexo. Efter flera år av svag/fallande nettoomsättning och förluster har 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 skalfördelar 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, anser vi att det finns potential att aktien till och med ska kunna handlas till en premie jämfört med vårt urval av jämförbara bolag.

De 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 i våra prognoser 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 och ger oss ett motiverat värderingsintervall på 20-26 kr (20-25) per aktie.

## Uppdaterade förväntningar

Nedan följer våra uppdaterade detaljerade prognoser inför Q1(24)-rapporten.

Uppdaterad prognos Q1(24)					
	Nya	Tidigare			
	1Q 2024e	1Q 2024e	Diff (%)	Diff (Abs)	1Q 2023
<b>Nettoomsättning</b>	<b>144,4</b>	<b>148,9</b>	-3,0%	-4,5	<b>158,8</b>
US Pharma	134,4	137,5	-2,2%	-3,1	140,3
HQ+pipeline	10,0	11,4	-12,3%	-1,4	18,4
Kostnader för sålda varor	-18,8	-19,7	-4,6%	-0,9	-28,7
<b>Bruttovinst</b>	<b>125,6</b>	<b>129,2</b>	-2,8%	-3,6	<b>130,1</b>
Försäljningskostnader	-43,3	-43,9	-1,3%	0,6	-45,5
Administrationskostnader	-36,1	-38,0	-5,0%	1,9	-66,5
Forsknings- och utvecklingskostnader	-62,1	-63,3	-1,9%	1,2	-78,5
Övriga rörelsekostnader	1,0	-4,0	n.a.	5,0	1,1
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-14,9</b>	<b>-20,0</b>	25,4%	5,1	<b>-59,3</b>
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-27,4</b>	<b>-32,5</b>	15,7%	5,1	<b>-68,4</b>
<b>Periodens resultat</b>	<b>-26,6</b>	<b>-30,9</b>	14,0%	4,3	<b>-63,8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,3</b>	<b>1,2</b>	424,0%	5,1	<b>-41,1</b>
Tillväxt y/y	-9,0%	-6,2%	n.a.	-2,8%	-0,4%
Bruttomarginal	87,0%	86,8%	n.a.	0,2%	81,9%
EBIT-marginal	Neg	Neg	n.a.	n.a.	Neg
EBITDA-marginal	4,4%	0,8%	n.a.	3,5%	Neg
EPS	-0,77	-0,90	14,2%	0,1	-1,86

Källa: Penser by Carnegie

Vi vill påminna om bolagets stora valutaexponering mot den amerikanska dollarn (över 95% av intäkterna). I våra prognoser från Q2(24) och framåt räknar vi med en växelkurs på 10,6 kr. Vi inväntar rapporten för Q1 innan vi fullt ut väger in senaste tidens valutasvängningar. Nedan följer våra övergripande prognosförändringar.

Prognosförändringar (mkr)				
		2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	Ny	617,4	787,7	909,6
	Tidigare	616,6	773,2	892,8
	Diff	0,1%	1,9%	1,9%
Bruttoresultat	Ny	535,0	677,8	781,2
	Tidigare	533,9	665,3	766,8
	Diff	0,2%	1,9%	1,9%
EBITDA	Ny	18,8	90,2	163,1
	Tidigare	15,7	89,4	161,0
	Diff	19,9%	1,0%	1,3%
EBIT	Ny	-66,3	14,4	92,4
	Tidigare	-69,4	13,6	90,3
	Diff	4,5%	5,9%	2,4%
EPS (SEK)	Ny	-3,1	-0,8	1,3
	Tidigare	-3,2	-0,9	1,2
	Diff	2,2%	2,7%	4,8%

Källa: Penser by Carnegie

Nedan visas våra uppdaterade kvartals- och helårsprognoser.

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	144,4	155,6	156,8	160,0
varav US Pharma	139,1	139,6	150,1	142,6	140,3	145,4	140,4	151,3	134,4	141,9	143,5	145,0
varav DTx	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
varav HQ+pipeline	20,1	8,1	10,8	13,4	18,4	12,2	15,7	14,7	10,0	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	-18,8	-20,8	-21,8	-20,9
<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>125,6</b>	<b>134,8</b>	<b>135,0</b>	<b>139,2</b>
Försäljningskostnader	-41,6	-50,5	-54,7	-52,2	-45,5	-48,2	-44,7	-43,5	-43,3	-45,9	-47,8	-50,4
Administrationskostnader	-33,0	-51,2	-54,2	-63,8	-66,5	-38,3	-45,4	-38,0	-36,1	-44,3	-36,1	-37,3
Forsknings- och utvecklingskostnader	-72,0	-81,3	-76,5	-88,2	-78,5	-75,6	-83,7	-65,4	-62,1	-63,8	-67,4	-67,2
Övriga rörelsekostnader	1,5	6,7	2,5	3,0	1,1	8,6	11,9	-7,6	1,0	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>-14,9</b>	<b>-19,2</b>	<b>-16,3</b>	<b>-15,8</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>-27,4</b>	<b>-31,7</b>	<b>-28,3</b>	<b>-27,3</b>
Skatt	-8,5	1,7	-4,1	3,7	4,6	3,2	3,3	0,9	0,8	1,9	2,3	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>-26,6</b>	<b>-29,8</b>	<b>-26,0</b>	<b>-24,5</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>6,3</b>	<b>2,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>
Tillväxt y/y	20,5%	3,5%	10,4%	8,4%	-0,4%	6,7%	-3,0%	6,4%	-9,0%	-1,3%	0,4%	-3,6%
EPS (kr)	-0,69	-1,04	-0,77	-2,67	-1,86	-0,37	-0,97	-0,54	-0,77	-0,87	-0,76	-0,71
Bruttomarginal	82,7%	85,7%	82,6%	83,4%	81,9%	89,1%	85,4%	87,9%	87,0%	86,7%	86,1%	87,0%
EBIT-marginal	-8,3%	-33,6%	-30,9%	-45,5%	-37,3%	-8,2%	-18,4%	-5,2%	-10,3%	-12,3%	-10,4%	-9,8%
EBITDA-marginal	1,8%	-22,0%	-20,1%	-34,0%	-25,9%	3,5%	-6,1%	7,5%	4,4%	1,3%	3,2%	3,5%

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Helårsprognoser 2019-2027 (mkr)										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	
Nettoomsättning	844,6	663,6	565,0	624,2	638,6	616,9	787,7	909,6	1046,9	
varav US Pharma	719,2	623,3	522,7	571,4	577,5	564,9	750,7	857,8	924,0	
varav DTx	0,0	0,0	1,1	0,3	0,0	0,0	5,2	19,2	32,5	
varav HQ+pipeline	125,6	40,2	41,2	52,5	61,1	52,0	31,7	32,6	90,4	
Kostnader för sålda varor	-105,5	-65,6	-79,0	-102,6	-88,8	-82,2	-109,9	-128,4	-141,0	
<b>Bruttovinst</b>	<b>739,1</b>	<b>598,0</b>	<b>486,0</b>	<b>521,6</b>	<b>549,8</b>	<b>534,6</b>	<b>677,8</b>	<b>781,2</b>	<b>905,9</b>	
Försäljningskostnader	-191,8	-286,6	-280,4	-199,0	-181,9	-187,5	-241,9	-271,9	-296,5	
Administrationskostnader	-139,6	-102,8	-151,5	-202,2	-188,2	-153,8	-149,7	-145,5	-146,6	
Forsknings- och utvecklingskostnader	-181,3	-224,9	-272,3	-318,0	-303,1	-260,5	-267,8	-266,6	-282,7	
Övriga rörelsekostnader	4,8	-3,6	4,0	13,7	14,0	1,0	-4,0	-4,8	-5,0	
<b>Rörelseresultat</b>	<b>231,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-214,2</b>	<b>-183,9</b>	<b>-109,4</b>	<b>-66,2</b>	<b>14,4</b>	<b>92,4</b>	<b>175,1</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>-114,7</b>	<b>-30,1</b>	<b>47,9</b>	<b>129,7</b>	<b>163,5</b>	
Skatt	-8,8	-46,1	-1,0	-7,2	12,0	7,7	1,5	-3,4	-11,7	
<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>-107,0</b>	<b>-28,6</b>	<b>44,5</b>	<b>118,0</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>18,9</b>	<b>90,2</b>	<b>163,1</b>	<b>248,6</b>	
Tillväxt y/y	7,9%	-21,4%	-14,9%	10,5%	2,3%	-3,4%	27,7%	15,5%	15,1%	
EPS (kr)	6,33	-2,46	-6,51	-5,18	-3,73	-3,11	-0,83	1,29	3,43	
Bruttomarginal	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	86,7%	86,0%	85,9%	86,5%	
EBIT-marginal	27,4%	-3,0%	-37,9%	-29,5%	-17,1%	-10,7%	1,8%	10,2%	16,7%	
EBITDA-marginal	32,2%	2,9%	-28,5%	-18,5%	-5,1%	3,1%	11,5%	17,9%	23,8%	

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

## Värdering

Vår värderingsmetodik utgår ifrån DCF- och multipelvärderingar som vägs in i lika delar. Snittvärdet från de två angreppssätten ger oss ett värde om 25,0 kr per aktie (25,4). Vårt värderingsintervall sätts till 20-26 kr per aktie (20-25), där det lägre värdet är satt med en rabatt på 20% mot jämförbara bolagsvärderingar och det övre baseras på vårt DCF-värde.

Vår DCF-värdering är uppbyggd av explicita prognoser tio år framåt för respektive affärsområde, samt nedanstående beskrivna terminala antaganden. Kassaflödena diskonteras med en WACC om 15%.

DCF-värdering och långsiktiga antaganden					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	800	Risikfri ränta	4,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	382	Risikpremie	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 182</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>880</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	34				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>25,6</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys uthållig tillväxt / WACC					
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
13,0%	29,8	31,2	32,8	34,7	37,1
14,0%	26,6	27,7	29,0	30,5	32,3
15,0%	23,7	24,6	<b>25,6</b>	26,7	28,1
16,0%	21,5	22,2	23,0	23,9	25,0
17,0%	19,2	19,8	20,4	21,2	22,0

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys uthållig EBIT-marginal / WACC					
	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
13,0%	23,9	28,3	32,8	37,2	41,7
14,0%	21,4	25,2	29,0	32,8	36,6
15,0%	19,1	22,3	<b>25,6</b>	28,8	32,0
16,0%	17,4	20,2	23,0	25,8	28,6
17,0%	15,6	18,0	20,4	22,9	25,3

Källa: Penser by Carnegie

I vår multipelvärdering utgår vi ifrån våra prognoser för 2026, det år vi bedömer att Orexo återvänt till lönsamhet och kan visa positivt resultat för helåret. Vi använder medelvärdet för multiplarna: EV/S, EV/EBITDA och EV/EBIT i vår beräkning. När vi applicerar multiplarna på vår prognos för 2026 får vi ett genomsnittsvärde om 24,4 kr (26,2).

Värderingsmultiplar för jämförbara bolag									
	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Alkermes	2,4x	2,4x	2,4x	7,5x	7,7x	6,9x	8,8x	9,2x	9,0x
Amneal Pharmaceuticals	1,7x	1,6x	1,5x	7,3x	7,0x	6,8x	9,3x	9,0x	8,0x
Amphastar Pharmaceuticals	3,0x	2,7x	2,5x	7,8x	6,9x	5,7x	8,8x	7,8x	6,7x
Collegium Pharmaceutical	2,6x	2,5x	2,7x	3,9x	3,9x	4,1x	4,3x	4,0x	4,3x
Emergent BioSolutions	0,9x	-	-	11,8x	-	-	Neg.	-	-
Hikma Pharmaceuticals	2,0x	1,9x	1,9x	7,5x	7,1x	6,7x	9,0x	8,5x	7,9x
H. Lundbeck	1,5x	1,5x	1,4x	5,4x	5,0x	4,4x	8,1x	7,0x	6,2x
Indivior	1,9x	1,7x	1,5x	6,4x	5,3x	4,4x	6,9x	5,8x	4,6x
Perrigo	1,6x	1,6x	1,5x	10,5x	9,3x	8,9x	12,6x	10,8x	9,9x
Supernus Pharmaceuticals	2,4x	2,4x	2,1x	11,8x	12,1x	8,1x	13,4x	12,5x	8,2x
Teva Pharmaceutical	2,1x	2,1x	2,0x	6,9x	6,5x	6,3x	7,7x	7,2x	6,9x
<b>Medel</b>	<b>2,0x</b>	<b>2,1x</b>	<b>1,9x</b>	<b>7,9x</b>	<b>7,1x</b>	<b>6,2x</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,2x</b>
<b>Median</b>	<b>2,0x</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,9x</b>	<b>7,5x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,5x</b>	<b>8,8x</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,4x</b>

Källa: FactSet, Penser by Carnegie

Urvalet av bolagen ovan baseras på en selektion där vi tagit hänsyn till nivån av innovation inom produktportföljen, liknande behandlingsområden som för Orexo och marknadsnärvaro på den amerikanska läkemedelsmarknaden. Där det dock skiljer sig mot Orexo är att samtliga bolag är betydligt större och har en bredare produktportfölj. Därtill har merparten av bolagen en historik av lönsamhet att luta sig mot. Vi ser dock en möjlighet att Orexo över tidsperioden 2024-2026 kan växa snabbare än urvalet, men det förutsätter att OX124 når ett FDA-godkännande. En breddning av produktportföljen och att bolaget kan börja bygga en historik av lönsamhet bedömer vi är viktigt för att investerare ska vara villiga att värdera aktien åtminstone i linje med urvalet.

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>788</b>	<b>910</b>
Kostnad sålda varor	-172	-106	-66	-79	-103	-89	-82	-110	-128
<b>Bruttoresultat</b>	<b>611</b>	<b>739</b>	<b>598</b>	<b>486</b>	<b>522</b>	<b>550</b>	<b>535</b>	<b>678</b>	<b>781</b>
Försäljningskostnader	-191	-192	-287	-280	-199	-182	-187	-242	-272
Administrationskostnader	-167	-140	-103	-151	-202	-188	-154	-150	-146
R&D-kostnader	-167	-181	-225	-272	-318	-303	-261	-268	-267
Övriga rörelsekostnader	9	5	-4	4	14	14	1	-4	-5
<b>EBITDA</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-33</b>	<b>19</b>	<b>90</b>	<b>163</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-33</b>	<b>19</b>	<b>90</b>	<b>163</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>-66</b>	<b>14</b>	<b>92</b>
<b>EBIT</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-66</b>	<b>14</b>	<b>92</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-66</b>	<b>14</b>	<b>92</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>-115</b>	<b>-30</b>	<b>48</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>-115</b>	<b>-30</b>	<b>48</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>-107</b>	<b>-29</b>	<b>45</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>138</b>	<b>219</b>	<b>-84</b>	<b>-224</b>	<b>-178</b>	<b>-128</b>	<b>-107</b>	<b>-29</b>	<b>45</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	8%	Neg.	Neg.	10%	2%	Neg.	28%	15%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	86,7%	86,0%	85,9%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	10,2%
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,11	-0,83	1,29
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	17%	73%	256%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	96	231	-20	-214	-184	-109	-66	14	92
Övriga kassaflödesposter	29	9	-14	-17	-25	77	49	21	31
Förändringar i rörelsekapital	117	40	52	17	50	-54	-9	-17	-14
<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>-26</b>	<b>18</b>	<b>110</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>-29</b>	<b>10</b>	<b>99</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>85</b>	<b>80</b>	<b>93</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-269</b>	<b>-473</b>	<b>-214</b>	<b>46</b>	<b>188</b>	<b>303</b>	<b>289</b>	<b>201</b>	<b>113</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	123	82	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>231</b>	<b>193</b>
Varulager	174	132	108	92	75	42	59	95	109
Kundfordringar	296	273	218	269	309	246	255	276	300
Likvida medel och kortfristiga placeringar	590	817	505	504	352	171	234	325	417
<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>548</b>	<b>695</b>	<b>826</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>821</b>	<b>926</b>	<b>1 019</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	476	706	559	350	194	59	29	92	150
<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>92</b>	<b>150</b>
Långfristiga räntebärande skulder	321	290	0	492	495	448	497	497	497
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>513</b>	<b>514</b>	<b>513</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	225	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	218	171	160	200	244	109	126	165	191
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>320</b>	<b>356</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>821</b>	<b>927</b>	<b>1 019</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.	28%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	134%	Neg.	Neg.	28%	72%	158%	377%	81%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	141%	Neg.	Neg.	14%	40%	40%	122%	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	17%	73%	256%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	86,7%	86,0%	85,9%
EBITDA-marginal	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	3,1%	11,5%	17,9%
EBITDA-marginal, justerad	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	3,1%	11,5%	17,9%
EBIT-marginal	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	10,2%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	10,2%
Vinst-marginal, justerad	17,6%	N.m.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,9%

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.	37%
ROCE, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	14%
ROIC, justerad	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5%	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%	48%	52%
Rörelsekapital / totala intäkter	-2%	-4%	-5%	0%	3%	7%	9%	9%	9%
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	289	201	113
Soliditet	37%	47%	45%	27%	17%	7%	4%	10%	15%
Nettoskulsättningsgrad	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	5,1x	9,9x	2,2x	0,8x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-1,7x	-11,3x	N.m.	N.m.	N.m.	15,3x	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	-3,11	-0,83	1,29
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,11	-0,83	1,29
FCF per aktie	6,70	7,19	-4,84	-7,80	-11,5	3,34	-0,85	0,29	2,88
Eget kapital per aktie	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	1,71	0,85	2,68	4,36
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

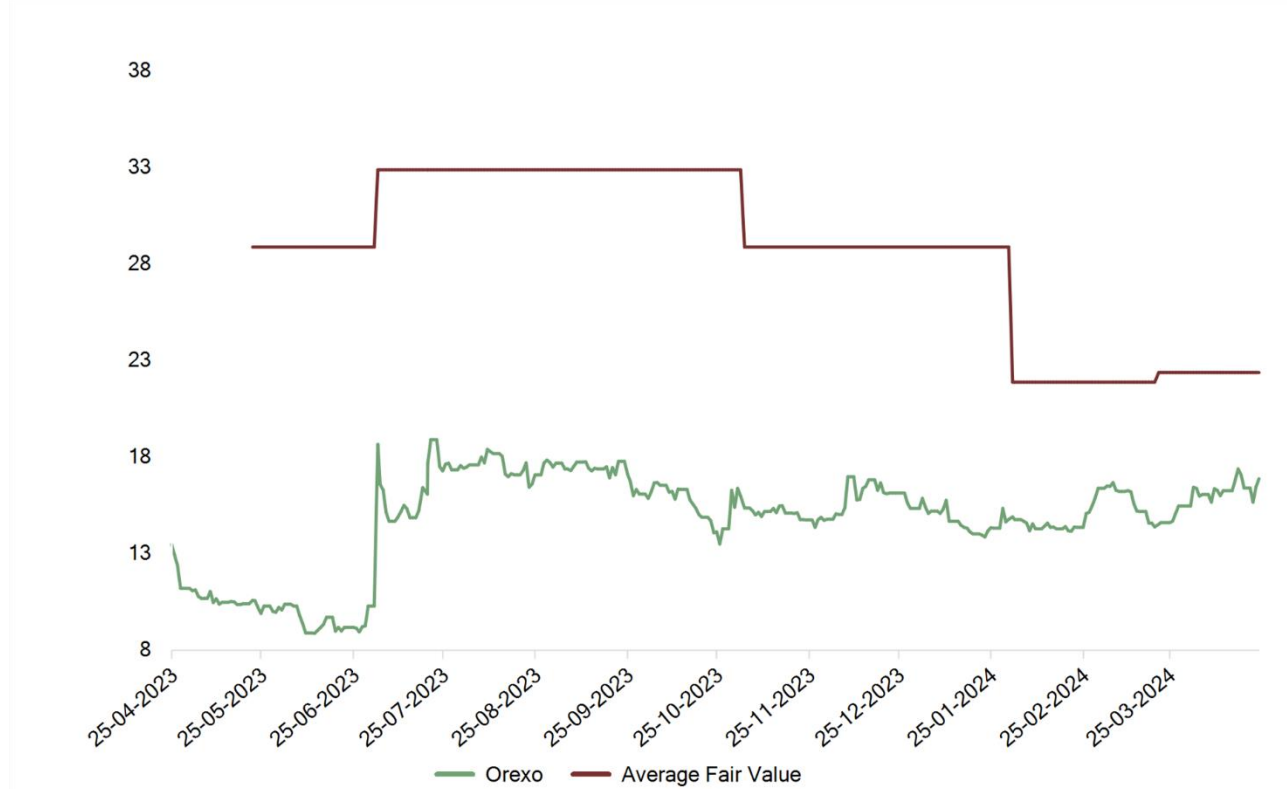
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,1x
P/EK	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	9,0x	20,1x	6,3x	3,9x
P/FCF	8,8x	8,7x	Neg.	Neg.	Neg.	4,6x	Neg.	57,8x	5,9x
FCF-yield	11%	11%	Neg.	Neg.	Neg.	22%	Neg.	2%	17%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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	1,4x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	Neg.	47,0x	9,8x	5,4x
EV/EBIT, justerad	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	61,6x	9,6x
EV	1 763	1 702	1 500	1 231	835	835	888	888	888
Aktiekurs	58,8	62,8	50,0	34,5	18,9	15,5	17,0	17,0	17,0

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 företagens 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 intygas 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. Värdepapperen 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