



## Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 13 maj 2024

# Orexo

## Det går i rätt riktning

### Lutar åt det positiva

Nettoomsättningen utvecklades något svagare än våra förväntningar i Q1(24) och den minskade med -12% Y/Y mot vår förväntan på -9%. Skillnaden ligger framför allt i större negativa lagereffekter hos grossister än vad vi hade räknat med. Lagerjusteringen verkar skilja sig från hur efterfrågan hos apoteken utvecklats, och därför anser vi att det finns goda skäl att åtminstone delar av den negativa effekten kan reverseras redan i innevarande kvartal. På kostnadssidan har bolaget gjort ett bra jobb och OPEX hamnade väsentligt under vår prognos, vilket gav ett ordentligt lyft för lönsamheten som var bättre än vår förväntan.

### Blandad kompott för projekten

Arbetet med att få OX124 godkänd i USA har stött på ett hinder på sin väg, där FDA efterfrågar förändringar i informationen på produkten och bruksanvisningen. Ledningen verkar övertygade om att detta ska kunna lösas relativt snabbt, men flaggar för att det finns en risk för att PDUFA-datumet den 15 juli kan förskjutas längre in i H2. Bolaget anser dock fortsatt att en lansering kan ske senast i början av 2025. Vi väljer att ha en viss buffert i vår modell för ytterligare fördröjningar och har förskjutit en lansering till slutet av Q1(25). Vad gäller OX640 går det i en positiv riktning och Orexo är nöjda med den feedback som kommit från FDA på deras utvecklingsplan. Diskussioner med potentiella partners fortlöper och beskedet från FDA kan ge bränsle till högre aktivitet i dialogen. Det verkar finnas minst två intressenter.

### Positiva till rapporten

Sammantaget anser vi att det var en rapport med slagsida åt det positiva hållet, även om nettoomsättningen var något svag och under vår prognos. Vi ser möjligheter till att det blir bättre försäljningsutveckling under de närmaste kvartalen och att bolaget kan fortsätta leverera positivt EBITDA samt visa ett starkt operativt kassaflöde. I det längre perspektivet är det fortsatt en breddning av produktportföljen som vi vill se, där OX124 och OX640 är viktiga beståndsdelar. Vi väljer att efter rapporten skruva upp vårt värderingsintervall ett snäpp till 21-27 kr (20-26 kr).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	21,0 - 27,0 kr		
Totala intäkter	-0,9%	-4,8%	0,0%	639	611	750	910	Aktiekurs	19,3 kr		
EBITDA, just.	>100%	-6,8%	3,5%	Tillväxt	2%	-	23%	21%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	37,3%	-11,4%	17,7%	EBITDA, just.	-33	52	84	169	<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-109	-30	11	101			
Q2 - rapport		17 juli 2024		EPS, just.	-3,7	-1,9	-0,9	1,5			
Q3 - rapport		24 oktober 2024		EPS-tillväxt	28%	48%	52%	264%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	1,7	2,3	4,1	5,9			
Antal aktier			34m	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,5%	11,1%			
Börsvärde			663	ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	30,4%			
Nettoskuld			303	ROCE, just.	Neg.	Neg.	1,7%	14,4%			
EV			966	EV/Sales	1,3x	1,6x	1,3x	1,1x			
Free float			70%	EV/EBITDA	Neg.	18,5x	11,5x	5,7x			
Daglig handelsvolym, snitt			21k	EV/EBIT	Neg.	Neg.	87,9x	9,6x			
Bloomberg Ticker			ORX SS EQUITY	P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	12,6x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>				P/EK	9,0x	8,3x	4,7x	3,3x		Yes	No
Klas Palin				FCF yield	22%	0%	5%	15%	Likviditetsgarant		✓
klas.palin@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	4,8x	1,8x	0,4x	Certified adviser		✓
									Transaktioner 12m	✓	

## Investment case

Vi ser ett turn around-case i Orexo. Efter flera år av förluster och svag/fallande nettoomsättning är 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 flera 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 är ännu låga. Aktien handlas med en rabatt om drygt 30% 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 processen att få behandlingen godkänd på den amerikanska marknaden – besked väntas i mitten av 2024. Bolaget utvecklar även OX640 (allergiska reaktioner) som 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 villiga 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 21-27 kr (20-26) per aktie.

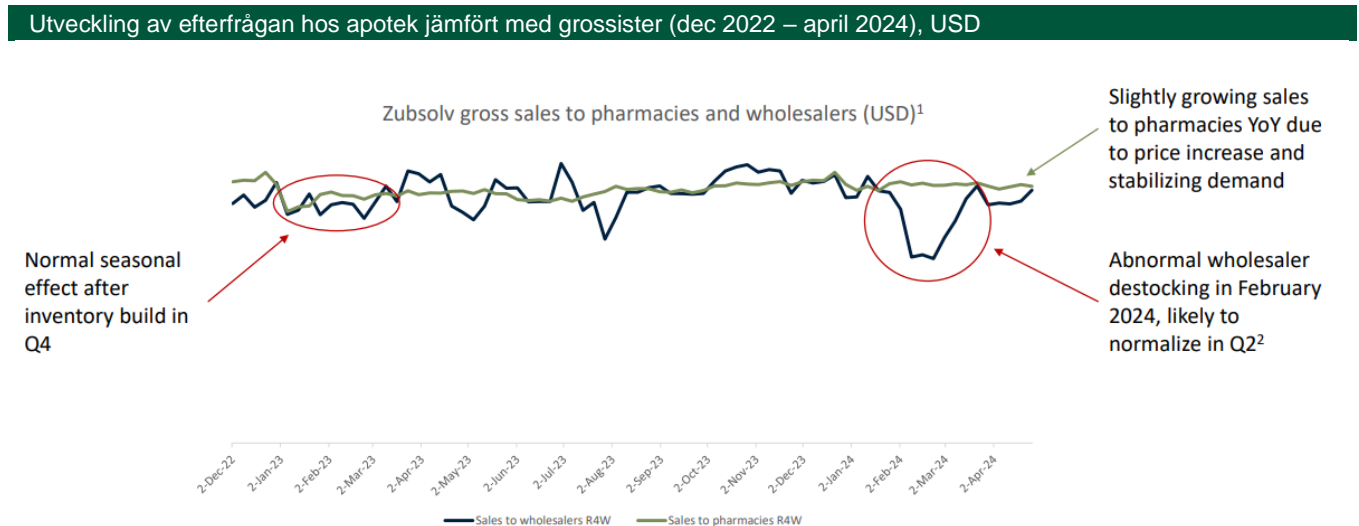
## Kostnadseffektivitet gav resultatlyft

Det som stack ut i rapporten för det första kvartalet 2024 var lägre försäljning av Zubsolv, stark bruttomarginal och bra kostnadsutveckling. Sammantaget gav det ett ordentligt resultatlyft i Q1(24) och vi ser anledning att vara något mer optimistiska gällande bolagets lönsamhetspotential i år.

Utfall mot våra förväntningar Q1 2024 (mkr)					
	Utfall	Q4 2023e	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q1 2023
Nettoomsättning	139,3	144,4	-5,1	-3,5%	158,8
varav US Commercial	129,3	134,4	-5,1	-3,8%	140,3
varav HQ & Pipeline	10,0	10,0	0,0	0,0%	18,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>126,0</b>	<b>125,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3%</b>	<b>130,1</b>
OPEX	-130,7	-140,5	9,8	6,9%	-189,4
<b>EBITDA</b>	<b>15,9</b>	<b>6,3</b>	<b>9,6</b>	<b>-152,2%</b>	<b>-41,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>-4,7</b>	<b>-14,9</b>	<b>10,2</b>	<b>68,2%</b>	<b>-59,3</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8,9</b>	<b>-26,6</b>	<b>17,7</b>	<b>66,6%</b>	<b>-63,9</b>
Tillväxt Y/Y	-12,3%	-9,1%	n.a.	3,2%	-0,4%
EPS	-0,26	-0,77	0,5	66,6%	-1,86
Bruttomarginal	90,5%	87,0%	3,5%	3,5%	81,9%
EBITDA-marginal	11,4%	4,4%	n.a.	7,0%	Neg
EBIT-marginal	Neg	Neg	n.a.	n.a.	Neg

Källa: Penser by Carnegie, Orexo

Efterfrågan hos patienter på Zubsolv var ned -4% Y/Y och -2% Q/Q, vilket var i nivå med våra förväntningar. Även om vi hade tagit höjd för lägre lagernivåer hos grossister var effekten avsevärt större och bolaget anger den till 20,8 mkr. Huruvida detta är en kvartalseffekt eller en bestående lägre nivå får vi ingen riktig rätsida på. Vi räknar dock inte med nya negativa lagereffekter i Q2. Snarare kan det finnas viss uppsida då vi, i vår prognos, inte försöker fånga variationer i lager om det inte är uppenbart. Nedanstående bild visar ett samspel i efterfrågan på Zubsolv mellan apotek och grossister.



Källa: Orexo

Bruttomarginalen överraskade positivt. En del av förklaringen är mycket lägre försäljning till Accord Pharma (vilka säljer Zubsolv i Europa) i år än i fjol, uppgående till 0,2 mkr (10,9 mkr). Orexo säljer tabletter till Accord med låg bruttomarginal, plus royalty.

Primärt två drivkrafter drev utvecklingen till klart lägre OPEX. Kostnader för forskning och utveckling fortsatte ned och uppgick till 56,6 mkr mot förväntade 62,1 mkr. Vi tror att vi ligger nära en botten och att vi kommer få se dessa kostnader gradvis öka framåt, men de når en lägre nivå än vår tidigare förväntan och för 2024 hamnar de på 241,4 mkr (303,1 mkr), mot vår tidigare förväntan på 260,5 mkr.



## Prognosförändringar och uppdaterade prognoser

Den lägre än förväntade nettoomsättningen i Q1 vägs för 2024-prognosen upp av att vi använder oss av en högre dollarkurs på 10,8 kr mot tidigare 10,6. För 2025 och 2026 antar vi en något mer konservativ syn på lanseringen av OX124 som vi nu räknar med kommer igång mot slutet av Q1 2025 (tidigare början av 2025).

I övrigt är vi positiva till att bolaget har ett starkt fokus på att effektivisera. Rapporten för Q1(24) signalerar bolagets tydliga vilja att ta sig tillbaka till lönsamhet.

Övergripande prognosförändringar (mkr)		2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	Ny	611,4	749,6	909,9
	Tidigare	616,9	787,7	909,6
	Diff	-0,9%	-4,8%	0,0%
Bruttoresultat	Ny	544,4	645,6	782,1
	Tidigare	534,6	677,8	781,2
	Diff	1,8%	-4,7%	0,1%
EBITDA	Ny	52,3	84,1	168,9
	Tidigare	18,9	90,2	163,1
	Diff	176,6%	-6,8%	3,5%
EBIT	Ny	-30,1	11,0	100,9
	Tidigare	-66,2	14,4	92,4
	Diff	54,5%	-23,8%	9,2%
EPS (SEK)	Ny	-1,9	-0,9	1,5
	Tidigare	-3,1	-0,8	1,3
	Diff	37,3%	-11,4%	17,7%

Källa: Penser by Carnegie

### De finansiella målen för 2025 upprepas i rapporten

- Orexo: Den underliggande marknaden för buprenorfin/naloxon växer med 2-5%.
  - Utfall i Q1(24) hamnade på ca 3% Y/Y. Vi har skruvat ned vår förväntansbild och räknar med en marknadstillväxt på 3% mot tidigare 4%
- Orexo: Nettointäkterna för Zubsolv i USD i linje med 2023 (USD 54,6m).
  - Utfall i Q1(24) var USD 12,4. Vi ser en utmaning i att bolaget når målet på helåret och har justerat ned vår prognos till USD 52,7m (USD 54,2m)
- Orexo: Kostnadskontroll är prioriterat och OPEX (exkluderat avskr.) minskar från 582 mkr under 2023 till under 530 mkr.
  - Utfall i Q1(24) var långt under målet och uppgick till 110,1 mkr. Även med hänsyn till potentiella ökade legala kostnader framstår bolagets prognos för helåret som väldigt försiktig. Vi justerar vår bedömning till 492 mkr (518 mkr). I den siffran ingår förväntade legala kostnader för processen mot Syn Pharmaceuticals på ca 10 mkr, huvudsakligen i Q3(24).
- Orexo: Positivt EBITDA för helåret
  - Utfallet i Q1(24) var 15,9 mkr. Precis som för OPEX-målet framstår prognosen som försiktig. Vi höjer vår förväntan på EBITDA till 52,3 mkr (15,7 mkr), i linje med den nedjusterade prognosen för OPEX.

Framåt har vi lagt ihop verksamheten inom DTx och US Pharma under US Commercial.

Detaljerade kvartalsprognoser 2022-2024 (mkr)												
	Q1(22)	Q2(22)	Q3(22)	Q4(22)	Q1(23)	Q2(23)	Q3(23)	Q4(23)	Q1(24)	Q2(24e)	Q3(24e)	Q4(24e)
Nettoomsättning	159,4	147,8	161,0	156,1	158,8	157,7	156,1	166,0	139,3	158,9	158,1	155,0
varav US Commercial	139,1	139,6	150,1	142,6	140,3	145,4	140,4	151,3	129,3	146,7	144,8	143,0
varav HQ+pipeline	20,1	8,1	10,8	13,4	18,5	12,2	15,7	14,7	10,0	12,2	13,3	12,0
Kostnader för sålda varor	-27,5	-21,2	-28,0	-25,9	-28,7	-17,2	-22,8	-20,1	-13,3	-18,1	-18,6	-16,9
<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>126,0</b>	<b>140,8</b>	<b>139,5</b>	<b>138,1</b>
Försäljningskostnader	-41,6	-50,5	-54,7	-52,2	-45,5	-48,2	-44,7	-43,5	-43,5	-47,5	-47,4	-50,4
Administrationskostnader	-33,0	-51,2	-54,2	-63,8	-66,5	-38,3	-45,4	-38,0	-34,9	-36,2	-42,7	-36,9
Forsknings- och utvecklingskostnader	-72,0	-81,3	-76,5	-88,2	-78,5	-75,6	-83,7	-65,4	-56,6	-59,6	-61,7	-63,6
Övriga rörelsekostnader	1,5	6,7	2,5	3,0	1,1	8,6	11,9	-7,6	4,3	0,4	0,8	1,0
<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>-4,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,7</b>
Finansnetto	-1,9	12,3	27,4	-24,4	-9,1	-2,9	-7,9	-10,9	-5,0	-12,5	-12,5	-11,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-15,1</b>	<b>-37,4</b>	<b>-22,4</b>	<b>-95,5</b>	<b>-68,5</b>	<b>-15,8</b>	<b>-36,6</b>	<b>-19,5</b>	<b>-9,8</b>	<b>-14,7</b>	<b>-24,0</b>	<b>-23,2</b>
Skatt	-8,5	1,7	-4,1	3,7	4,6	3,2	3,3	0,9	0,9	0,9	1,4	1,4
<b>Periodens resultat</b>	<b>-23,6</b>	<b>-35,7</b>	<b>-26,5</b>	<b>-91,8</b>	<b>-63,9</b>	<b>-12,6</b>	<b>-33,3</b>	<b>-18,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>-13,8</b>	<b>-22,5</b>	<b>-21,8</b>
Avskrivningar	16,0	17,2	17,5	18,0	18,2	18,5	19,2	21,0	20,6	20,6	20,6	20,6
<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>15,9</b>	<b>18,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>
Tillväxt y/y	20,5%	3,5%	10,4%	8,4%	-0,4%	6,7%	-3,0%	6,4%	-12,3%	0,8%	1,3%	-6,6%
EPS (kr)	-0,69	-1,04	-0,77	-2,67	-1,86	-0,37	-0,97	-0,54	-0,26	-0,40	-0,65	-0,63
Bruttomarginal	82,7%	85,7%	82,6%	83,4%	81,9%	89,1%	85,4%	87,9%	90,5%	88,6%	88,2%	89,1%
EBIT-marginal	-8,3%	-33,6%	-30,9%	-45,5%	-37,4%	-8,2%	-18,4%	-5,2%	-3,4%	-1,4%	-7,3%	-7,6%
EBITDA-marginal	1,8%	-22,0%	-20,1%	-34,0%	-25,9%	3,5%	-6,1%	7,5%	11,4%	11,6%	5,8%	5,7%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Vi vill uppmärksamma om att:

- Tillväxten från 2025 drivs av att OX124 lanseras, vilket även kommer påverka bruttomarginalen

Detaljerade helårsprognoser 2019-2027 (mkr)										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	
Nettoomsättning	844,6	663,6	565,0	624,2	638,6	611,4	749,6	909,9	1045,4	
varav US Commercial	719,2	623,3	522,7	571,4	577,5	563,9	717,7	877,2	954,0	
varav HQ+pipeline	125,6	40,2	41,2	52,5	61,1	47,5	31,9	32,7	91,5	
Kostnader för sålda varor	-105,5	-65,6	-79,0	-102,6	-88,8	-66,9	-104,0	-127,8	-140,4	
<b>Bruttovinst</b>	<b>739,1</b>	<b>598,0</b>	<b>486,0</b>	<b>521,6</b>	<b>549,8</b>	<b>544,4</b>	<b>645,6</b>	<b>782,1</b>	<b>905,1</b>	
Försäljningskostnader	-191,8	-286,6	-280,4	-199,0	-181,9	-188,8	-225,4	-254,4	-286,2	
Administrationskostnader	-139,6	-102,8	-151,5	-202,2	-188,2	-150,7	-149,9	-152,9	-158,9	
Forsknings- och utvecklingskostnader	-181,3	-224,9	-272,3	-318,0	-303,1	-241,4	-259,4	-273,9	-292,7	
Övriga rörelsekostnader	4,8	-3,6	4,0	13,7	14,0	6,5	0,0	0,0	0,0	
<b>Rörelseresultat</b>	<b>231,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>-214,2</b>	<b>-183,9</b>	<b>-109,5</b>	<b>-30,1</b>	<b>11,0</b>	<b>100,9</b>	<b>167,2</b>	
Finansnetto	-3,3	-18,4	-8,4	13,4	-30,9	-41,5	-44,6	-44,6	-43,7	
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-38,3</b>	<b>-222,6</b>	<b>-170,5</b>	<b>-140,4</b>	<b>-71,6</b>	<b>-33,6</b>	<b>56,4</b>	<b>123,6</b>	<b>167,5</b>	
Skatt	-8,8	-46,1	-1,0	-7,2	12,0	4,6	1,7	-3,9	-11,1	
<b>Periodens resultat</b>	<b>219,1</b>	<b>-84,4</b>	<b>-223,6</b>	<b>-177,7</b>	<b>-128,4</b>	<b>-67,0</b>	<b>-31,9</b>	<b>52,4</b>	<b>112,5</b>	
Avskrivningar	41,0	38,9	53,0	68,7	76,9	82,4	73,1	68,0	70,7	
<b>EBITDA</b>	<b>272,2</b>	<b>19,0</b>	<b>-161,1</b>	<b>-115,2</b>	<b>-32,6</b>	<b>52,3</b>	<b>84,1</b>	<b>168,9</b>	<b>238,0</b>	
Tillväxt y/y	7,9%	-21,4%	-14,9%	10,5%	2,3%	-4,3%	22,6%	21,4%	14,9%	
EPS (kr)	6,33	-2,46	-6,51	-5,18	-3,73	-1,95	-0,93	1,52	3,27	
Bruttomarginal	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	89,0%	86,1%	86,0%	86,6%	
EBIT-marginal	27,4%	-3,0%	-37,9%	-29,5%	-17,1%	-4,9%	1,5%	11,1%	16,0%	
EBITDA-marginal	32,2%	2,9%	-28,5%	-18,5%	-5,1%	8,6%	11,2%	18,6%	22,8%	

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Värdering

Vår värderingsmetodik utgår från en DCF- och multipelvärdering som vägs i lika delar. Snittvärdet från de två angreppssätten ger oss ett värde om 26,7 kr per aktie (25,0). Vårt värderingsintervall sätts utifrån det till 21-27 kr (20-26 kr) per aktie, där det lägre är en rabatt på 20% mot vår multipelvärdering, medan 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%.

Antaganden DCF-modell					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	888	Risikfri ränta	4,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	380	Risikpremie	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 268</b>	Småbolagspremie	5,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	324	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>944</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	34				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>27,4</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt (kr per aktie)					
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
13,0%	31,7	33,0	34,6	36,6	38,9
14,0%	28,4	29,5	30,7	32,2	34,0
15,0%	25,6	26,5	<b>27,4</b>	28,6	30,0
16,0%	23,1	23,8	24,6	25,5	26,6
17,0%	21,0	21,5	22,2	22,9	23,7

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal (kr per aktie)					
	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
13,0%	25,9	30,3	34,6	39,0	43,3
14,0%	23,3	27,0	30,7	34,5	38,2
15,0%	21,0	24,2	<b>27,4</b>	30,6	33,9
16,0%	19,1	21,8	24,6	27,4	30,2
17,0%	17,3	19,7	22,2	24,6	27,0

Källa: Penser by Carnegie

I vår multipelvärdering utgår vi från våra prognoser för (26e), 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 26,0 kr (24,4).

Värderingsmultiplar jämförbara bolag 2024-2026									
	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Alkermes	2,5x	2,5x	2,4x	7,8x	7,8x	6,8x	9,4x	9,1x	8,6x
Anneal Pharmaceuticals	1,8x	1,7x	1,6x	7,8x	7,6x	7,3x	8,6x	8,6x	8,3x
Amphastar Pharmaceuticals	3,1x	2,8x	2,5x	8,0x	7,1x	5,9x	9,1x	8,1x	6,9x
Collegium Pharmaceutical	2,7x	2,7x	2,8x	4,2x	4,1x	4,4x	4,5x	4,2x	4,4x
Emergent BioSolutions	1,0x	0,9x	0,9x	11,4x	34,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Hikma Pharmaceuticals	2,1x	2,1x	2,0x	8,1x	7,6x	7,2x	9,8x	9,2x	8,6x
H. Lundbeck	1,5x	1,4x	1,3x	5,7x	5,3x	4,7x	8,1x	7,1x	6,3x
Indivior	1,9x	1,7x	1,5x	6,3x	5,3x	4,4x	6,9x	5,7x	4,7x
Perrigo	1,7x	1,7x	1,6x	10,7x	9,4x	9,1x	12,8x	11,0x	10,1x
Supernus Pharmaceuticals	2,5x	2,5x	2,2x	12,5x	12,8x	8,5x	14,2x	13,2x	8,6x
Teva Pharmaceutical	2,2x	2,2x	2,1x	7,4x	6,9x	6,7x	8,2x	7,6x	7,4x
<b>Medel</b>	<b>2,1x</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,9x</b>	<b>8,2x</b>	<b>9,9x</b>	<b>6,5x</b>	<b>9,2x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,4x</b>
<b>Median</b>	<b>2,1x</b>	<b>2,1x</b>	<b>2,0x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,8x</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,9x</b>
Orexo (vår prognoser)	1,5x	1,1x	0,8x	17,3x	9,6x	4,4x	Neg.	73,7x	7,4x

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 Orexo och en marknadsnärvaro på den amerikanska läkemedelsmarknaden. Samtliga bolag skiljer sig dock från Orexo i att de är betydligt större och har en bredare produktportfölj. Därtill har merparten av bolagen en historik av lönsamhet att luta sig mot. Vi ser 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 med lönsamhet bedömer vi är viktig 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>611</b>	<b>750</b>	<b>910</b>
Kostnad sålda varor	-172	-106	-66	-79	-103	-89	-67	-104	-128
<b>Bruttoresultat</b>	<b>611</b>	<b>739</b>	<b>598</b>	<b>486</b>	<b>522</b>	<b>550</b>	<b>544</b>	<b>646</b>	<b>782</b>
Försäljningskostnader	-191	-192	-287	-280	-199	-182	-189	-225	-254
Administrationskostnader	-167	-140	-103	-151	-202	-188	-151	-150	-153
R&D-kostnader	-167	-181	-225	-272	-318	-303	-241	-259	-274
Övriga rörelsekostnader	9	5	-4	4	14	14	6	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-33</b>	<b>52</b>	<b>84</b>	<b>169</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>117</b>	<b>272</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-115</b>	<b>-33</b>	<b>52</b>	<b>84</b>	<b>169</b>
Avskrivningar	-21	-41	-39	-53	-69	-77	-82	-73	-68
<b>EBITA, justerad</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-30</b>	<b>11</b>	<b>101</b>
<b>EBIT</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-30</b>	<b>11</b>	<b>101</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>96</b>	<b>231</b>	<b>-20</b>	<b>-214</b>	<b>-184</b>	<b>-109</b>	<b>-30</b>	<b>11</b>	<b>101</b>
Finansnetto	-4	-3	-18	-8	13	-31	-42	-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>-72</b>	<b>-34</b>	<b>56</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>-72</b>	<b>-34</b>	<b>56</b>
Total skatt	46	-9	-46	-1	-7	12	5	2	-4
<b>Nettoresultat</b>	<b>138</b>	<b>219</b>	<b>-84</b>	<b>-224</b>	<b>-178</b>	<b>-128</b>	<b>-67</b>	<b>-32</b>	<b>52</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>138</b>	<b>219</b>	<b>-84</b>	<b>-224</b>	<b>-178</b>	<b>-128</b>	<b>-67</b>	<b>-32</b>	<b>52</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	8%	Neg.	Neg.	10%	2%	Neg.	23%	21%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	89,0%	86,1%	86,0%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,5%	11,1%
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-1,95	-0,93	1,52
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	48%	52%	264%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	96	231	-20	-214	-184	-109	-30	11	101
Övriga kassaflödesposter	29	9	-14	-17	-25	77	37	28	31
Förändringar i rörelsekapital	117	40	52	17	50	-54	-1	-2	-25
<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>6</b>	<b>37</b>	<b>107</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-26	-189	-53	-235	201	-5	-6	-6
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-6</b>	<b>-26</b>	<b>-189</b>	<b>-53</b>	<b>-235</b>	<b>201</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>235</b>	<b>254</b>	<b>-171</b>	<b>-268</b>	<b>-393</b>	<b>115</b>	<b>1</b>	<b>31</b>	<b>101</b>
Övriga poster	1	-56	-111	251	-21	-70	109	70	-15
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>1</b>	<b>-56</b>	<b>-111</b>	<b>251</b>	<b>-21</b>	<b>-70</b>	<b>109</b>	<b>70</b>	<b>-15</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>236</b>	<b>199</b>	<b>-283</b>	<b>-17</b>	<b>-415</b>	<b>45</b>	<b>110</b>	<b>101</b>	<b>86</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-269</b>	<b>-473</b>	<b>-214</b>	<b>46</b>	<b>188</b>	<b>303</b>	<b>251</b>	<b>150</b>	<b>70</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	129	88	53
Materiella anläggningstillgångar	20	22	47	66	76	81	66	66	72
Övriga anläggningstillgångar	103	144	101	93	80	73	78	80	75
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>227</b>	<b>280</b>	<b>401</b>	<b>408</b>	<b>374</b>	<b>328</b>	<b>274</b>	<b>234</b>	<b>199</b>
Varulager	174	132	108	92	75	42	62	90	109
Kundfordringar	296	273	218	269	309	246	246	262	300
Likvida medel och kortfristiga placeringar	590	817	505	504	352	171	271	374	459
<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>579</b>	<b>727</b>	<b>869</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>853</b>	<b>961</b>	<b>1 068</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	476	706	559	350	194	59	80	141	203
<b>Summa eget kapital</b>	<b>476</b>	<b>706</b>	<b>559</b>	<b>350</b>	<b>194</b>	<b>59</b>	<b>80</b>	<b>141</b>	<b>203</b>
Långfristiga räntebärande skulder	321	290	0	492	495	448	498	498	498
Långfristiga leasingsskulder	0	33	47	38	24	5	6	7	9
Övriga långfristiga skulder	7	11	26	14	10	12	12	13	13
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>327</b>	<b>334</b>	<b>73</b>	<b>544</b>	<b>529</b>	<b>464</b>	<b>516</b>	<b>517</b>	<b>520</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	225	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	218	171	160	200	244	109	107	150	182
Kortfristiga leasingsskulder	0	21	19	20	21	21	18	19	23
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>257</b>	<b>302</b>	<b>345</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>853</b>	<b>961</b>	<b>1 068</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.	23%	21%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	134%	Neg.	Neg.	28%	72%	260%	61%	101%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	141%	Neg.	Neg.	14%	40%	73%	136%	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	48%	52%	264%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	89,0%	86,1%	86,0%
EBITDA-marginal	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	8,6%	11,2%	18,6%
EBITDA-marginal, justerad	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	8,6%	11,2%	18,6%
EBIT-marginal	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,5%	11,1%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,5%	11,1%
Vinst-marginal, justerad	17,6%	N.m.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,8%

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.	30%
ROCE, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	14%
ROIC, justerad	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%	36%

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%	40%	35%	33%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	94%	91%	97%	54%	55%	40%	45%	48%	51%
Rörelsekapital / totala intäkter	-2%	-4%	-5%	0%	3%	7%	11%	9%	10%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x	1,2x	1,0x	1,1x	1,2x

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-269	-473	-214	46	188	303	251	150	70
Soliditet	37%	47%	45%	27%	17%	7%	9%	15%	19%
Nettoskulsättningsgrad	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	5,1x	3,1x	1,1x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-1,7x	-11,3x	N.m.	N.m.	N.m.	4,8x	1,8x	0,4x

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	-1,95	-0,93	1,52
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-1,95	-0,93	1,52
FCF per aktie	6,70	7,19	-4,84	-7,80	-11,5	3,33	0,03	0,91	2,93
Eget kapital per aktie	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	1,71	2,33	4,11	5,89
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.	12,6x
P/EK	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	9,0x	8,3x	4,7x	3,3x
P/FCF	8,8x	8,7x	Neg.	Neg.	Neg.	4,6x	100x	21,2x	6,6x
FCF-yield	11%	11%	Neg.	Neg.	Neg.	22%	0%	5%	15%
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	1,6x	1,3x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	Neg.	18,5x	11,5x	5,7x
EV/EBIT, justerad	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	87,9x	9,6x
EV	1 763	1 702	1 500	1 231	835	835	966	966	966
Aktiekurs	58,8	62,8	50,0	34,5	18,9	15,5	19,3	19,3	19,3

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 ansvarar 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