



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 26 april 2023

Diamyd Medical

Affär i diabetesområdet

Storaffär i diabetesfältet

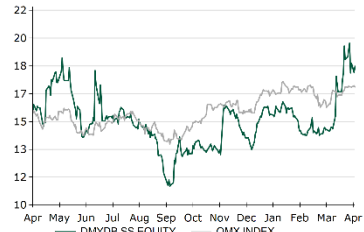
I denna analysuppdatering lyfter vi fram en affär som nyligen gjorts i diabetesfältet, Sanofis uppköp av Provention Bio som gjordes för 2,9 miljarder dollar – motsvarande drygt 30 miljarder kronor. Proventions läkemedel, TZIELD, är den första godkända sjukdomsmodifierande behandlingen för typ 1-diabetes. Det finns givetvis både likheter och skillnader mellan TZIELD och Diamyd, men i den här uppdateringen försöker vi resonera kring vad en potentiell affär med Diamyd skulle kunna vara värd.

Möjligt uppköpsvärde för Diamyd

I kalkylen har vi tillämpat det avkastningskrav (16%) och riskjustering (40%) som vi använder i vår DCF-värdering av bolaget. Efter diskontering och riskjustering kommer vi fram till att ett möjligt uppköpsvärde skulle kunna vara värt 5,2 SEKbn idag, motsvarande ett pris per aktie om 68 kronor med dagens aktiestock. Det är dock viktigt att som investerare ta med sig att uppköp av svenska forskningsbolag historiskt varit rätt ovanligt och vi tycker därför inte att det ska ses som ett base case, utan snarare som en option.

Data från Remygen – nästa tydliga trigger

I samband med denna uppdatering upprepar vi vår vårt motiverade värde om 25–27 kronor per aktie. Närmast väntar vi på första data från studien med Remygen, vilket förväntas publiceras under första halvan av maj.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	25 - 27 kr												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	3	3	3	3	Aktiekurs	18,4 kr												
EBIT, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	>100%	16%	0%	0%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-118	-162	-182	-207	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-123	-167	-187	-212														
Q3 - rapport	28 juni 2023			EPS, just.	-1,4	-2,2	-2,4	-2,8														
Q4 - rapport	11 oktober 2023			EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	2,8	3,9	1,5	2,1														
Antal aktier	77m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Börsvärde	1 415			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld	-102			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV	1 313			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Free float	90%			EV/Sales	372,1x	391,0x	451,6x	437,7x														
Daglig handelsvolym, snitt	134k			P/EK	5,2x	4,7x	12,1x	8,9x														
Bloomberg Ticker	DMYDB SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	1,4x	1,5x	0,3x	0,5x														
Analytiker																						
Ludvig Svensson																						
ludvig.svensson@penser.se																						

## Investment case

Diamyd är ett bioteknikbolag i sent kliniskt skede. Bolagets ledande projekt, diabetesvaccinet Diamyd, utvärderas i en fas III-studie inom typ-1 diabetes. I en större metastudie (patientunderlag om +600) har Diamyd visat på en statistiskt signifikant och kliniskt relevant behandlingseffekt (bevarande av betacellsfunktion) i en specifik subgrupp av nydiagnostiserade patienter med typ 1-diabetes – patienter med DR3-DQ2-genen. DR3-DQ2-genen är mycket vanlig och utgör mellan 40–50% av alla fall av typ 1 diabetes. Det är denna nischade patientpopulation som inkluderas i fas III-studien och som vid ett potentiellt marknadsgodkännande kommer att utgöra den kommersiella målgruppen för diabetesvaccinet Diamyd.

Medan vi ser en hög risk i projektet så är vår bedömning att diabetesvaccinet Diamyd är en unik läkemedelskandidat, som vid en potentiell lansering kommer att bli en blockbusterprodukt med en årlig försäljning över 1 miljard USD globalt.

### Bolagsprofil

Diamyd Medical arbetar med läkemedelsutveckling, där diabetes är bolagets huvudsakliga fokusområde. Diamyd har i dag två läkemedelsprojekt under klinisk utveckling, 1) diabetesvaccinet Diamyd för att avbryta kroppens attack på den egna insulinproduktionen och 2) Remygen, ett GABA-baserat oralt läkemedel för att återskapa den egna insulinproduktionen

### Värdering

Vi tillämpar en riskjusterad sum-of-the-parts modell vid vår värdering av Diamyd. I vår sum-of-the-parts värdering har vi räknat på varje enskild indikation var för sig för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vårt motiverade värde för Diamyd är 25–27 kronor per aktie.

## Stor affär inom diabetesområdet

Under mars fick vi veta att Provention Bio, bolaget som utvecklat den första godkända sjukdomsmodifierande behandlingen för typ 1-diabetes (TZIELD), fått ett uppköpserbjudande av Sanofi för 25,00 dollar per aktie i kontanter, motsvarande ett värde om cirka 2,9 miljarder dollar. Affären gjordes till en premie om 273% mot aktiens stängningskurs föregående dag. Det är givetvis positivt för Diamyd med affärsaktivitet inom typ 1-diabetes, samtidigt som uppköpet ger en indikation om det stora värdet industrin ser i långt avancerade tillgångar i diabetesområdet. TZIELD godkändes under slutet av 2022 och listpriset i USA för behandlingen sattes av Provention Bio till 194 000 USD för en tvåveckors-kur. Det här är ett mycket högre pris än vad analytiker hade väntat sig (70 000 – 80 000 USD).

Marknadsgodkännandet av TZIELD baserades på resultat från ProTECT, en randomiserad, placebokontrollerad fas II-studie som inkluderade 76 patienter med typ 1-diabetes (stadie 2). Resultaten visade att behandling med TZIELD fördröjde tiden till patienter hamnade i stadie 3 av typ 1-diabetes med cirka 25 månader, jämfört med placebo. Stadie 3 i sjukdomen är typiskt sätt då patienten blir beroende av insulin och upplever många av de komplikationer som är kopplade till sjukdomen.

Det finns både likheter och skillnader mellan TZIELD och Diamyd. De är båda potentiella sjukdomsmodifierande terapier, vilket innebär att de har potential att påverka den underliggande sjukdomen och sjukdomsförloppet. Det här skiljer sig från till exempel insulin som endast ersätter kroppens egenproducerade insulin utan att påverka sjukdomsförloppet.

Övergripande förväntar vi oss att Diamyd kommer ha en bättre säkerhetsprofil än TZIELD (vilket vi också sett i tidigare patientstudier). Enkelt förklarat kan man säga att TZIELD verkar genom att hämma funktionen hos specifika delar av immunförsvaret för att bibehålla funktionen hos de betaproducerande cellerna, medan Diamyd fokuserar på att lära kroppens immunförsvaret att inte attackera de betaproducerande cellerna. Skulle Diamyd visa att det genom sitt tillvägagångssätt kan ha en likvärdig, eller till och med bättre effekt än TZIELD, bedömer vi att det här kommer erbjuda ett mer positivt risk/benefit-alternativ för patienter.

Vad gäller skillnad i effekten mellan de två läkemedlen är det mycket svårare att säga om. De båda har visserligen studerats hos ett större antal patienter, men jämförelser mellan olika studier är alltid svåra, samtidigt som effektmått i studierna inte har varit likadana. För att förenkla vårt räkneexempel på Diamyd väljer vi att anta att de båda utgör en lika attraktiv behandling.

### Jämförelse Diamyd vs TZIELD

	Diamyd	TZIELD
Klass	Biologisk	Biologisk
Verkningsmekanism	Immunterapi	Immunsuppression
Administrering	Intralymfatisk injektion	Intravenös infusion
Behandlingstid	3x under 60 dagar	Dagligen i 14 dagar
Patientpopulation	Typ 1-diabetes med HLA DR3-DQ2-genotypen	Typ 1-diabetes
Antal patienter i pivotal studie	330	76
Listpris per år	N/A	194 000 USD

Källa: EPB

### Potentiellt uppköpsvärde på Diamyd

Vi visualiserar nedan ett scenario där Diamyd blir uppköpt för samma köpeskilling som Provention Bio (2,9 USDbn) efter ett potentiellt godkännande av produkten (2028). Det är i det här läget, utan fas III-data från Diamyd, svårt att veta hur de båda läkemedlen skiljer sig i termer av säkerhet och effekt. En bättre säkerhet/effekt skulle givetvis kunna innebära en högre köpeskilling och vice versa. I kalkylen har vi tillämpat det avkastningskrav (16%) och riskjustering (40%) som vi använder i vår DCF-värdering av bolaget. Efter diskontering och riskjustering kommer vi fram till att ett möjligt uppköpsvärde skulle kunna vara värt SEK 5,2 bn idag, motsvarande ett pris per aktie om 68 kronor med dagens aktiestock.

I känslighetsanalysen ser vi att värdet beror mycket på vilket avkastningskrav och sannolikhet att nå marknad som appliceras. Vi tycker att det här i alla fall ger indikationer om att aktiemarknadens förväntningar på att Diamyd når marknad är låga vid dessa nivåer (omkring 10–15% beroende på WACC).

Det är dock viktigt att som investerare ta med sig att uppköp av svenska forskningsbolag historiskt varit rätt ovanligt och vi tycker därför inte att det ska ses som ett base case, utan snarare som en option.

#### Räkneexempel baserat på transaktion

Försäljningsvärde (USDbn)	2.9
Försäljningsvärde (SEKbn)	30.45
Riskjustering	40%
Riskjusterat värde (SEKbn)	12.2
Avkastningskrav (WACC)	16%
Riskjusterat, diskonterat värde (SEKbn)	5.2
Riskjusterat, diskonterat värde/aktie	68

Källa: EPB

#### Känslighetsanalys

		WACC				
		22%	19%	16%	13%	10%
Sannolikhet att nå marknad	10%	13	15	17	20	23
	25%	32	37	43	49	58
	40%	51	59	68	79	92
	70%	89	103	119	138	161
	100%	128	147	170	197	230

Källa: EPB

## DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	1934	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	14%	15%	<b>16%</b>	17%	18%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	2484	2247	<b>2036</b>	1848	1680
<b>Enterprise value</b>	<b>1934</b>	Small cap premium	4.0%	NPV/share	32	29	<b>26</b>	24	22
Latest net debt	-102	Extra risk premium	4.0%						
<b>Equity value</b>	<b>2036</b>	WACC	16.0%						
No. of shares outstanding (millions)	76.9								
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>26</b>								

Implicit multipl.	2023e	Terminal value assumptions	
EV/Sales	nm.	Long term growth rate	nm.
EV/EBITDA	nm.	Long term EBIT margin	nm.
EV/EBIT	nm.	Depreciation (% of sales)	nm.
EV/NOPLAT	nm.	Capex (% of sales)	nm.
P/E	nm.	Working cap. (% of sales)	nm.
ROIC/WACC	nm.	Tax rate	nm.
Current Share price	16.9		

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Övriga rörelseintäkter	0	2	2	2	2
<b>Totala intäkter</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Övriga rörelsekostnader	-86	-121	-165	-185	-210
<b>EBITDA</b>	<b>-85</b>	<b>-118</b>	<b>-162</b>	<b>-182</b>	<b>-207</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-85</b>	<b>-118</b>	<b>-162</b>	<b>-182</b>	<b>-207</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-85</b>	<b>-118</b>	<b>-162</b>	<b>-182</b>	<b>-207</b>
<b>EBIT</b>	<b>-86</b>	<b>-123</b>	<b>-167</b>	<b>-187</b>	<b>-212</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-86</b>	<b>-123</b>	<b>-167</b>	<b>-187</b>	<b>-212</b>
Finansnetto	146	15	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>60</b>	<b>-108</b>	<b>-167</b>	<b>-187</b>	<b>-212</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>60</b>	<b>-108</b>	<b>-167</b>	<b>-187</b>	<b>-212</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>60</b>	<b>-108</b>	<b>-167</b>	<b>-187</b>	<b>-212</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>60</b>	<b>-108</b>	<b>-167</b>	<b>-187</b>	<b>-212</b>
Intäktsstillväxt	-	>100%	16%	0%	0%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	0,84	-1,40	-2,17	-2,43	-2,75
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Diamyd Medical, EPB

Kassaflödesanalys					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EBIT	-86	-123	-167	-187	-212
Övriga kassaflödesposter	1	4	4	5	5
Förändringar i rörelsekapital	-25	18	-1	1	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-110</b>	<b>-101</b>	<b>-163</b>	<b>-181</b>	<b>-206</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-4	-35	-7	-4	-5
Övrigt Kassaflöde från investeringar	137	-42	40	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>133</b>	<b>-77</b>	<b>33</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>23</b>	<b>-178</b>	<b>-130</b>	<b>-185</b>	<b>-211</b>
Nyemission / återköp	57	142	250	0	250
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>57</b>	<b>142</b>	<b>250</b>	<b>0</b>	<b>250</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>80</b>	<b>-35</b>	<b>120</b>	<b>-185</b>	<b>39</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-139</b>	<b>-160</b>	<b>-242</b>	<b>-61</b>	<b>-102</b>

Källa: Diamyd Medical, EPB

Balansräkning					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Materiella anläggningstillgångar	6	46	48	47	48
Finansiella anläggningstillgångar	33	18	18	18	18
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>38</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>66</b>
Övriga omsättningstillgångar	24	13	18	18	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	139	160	242	61	102
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>163</b>	<b>173</b>	<b>260</b>	<b>79</b>	<b>120</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>201</b>	<b>237</b>	<b>327</b>	<b>144</b>	<b>186</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	189	214	301	117	158
<b>Summa eget kapital</b>	<b>189</b>	<b>214</b>	<b>301</b>	<b>117</b>	<b>158</b>
Övriga långfristiga skulder	1	1	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Leverantörsskulder	6	10	10	10	10
Övriga kortfristiga skulder	6	12	15	16	17
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>201</b>	<b>237</b>	<b>327</b>	<b>144</b>	<b>186</b>

Källa: Diamyd Medical, EPB

Tillväxt och marginaler					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Intäktstillväxt	-	>100%	16%	0%	0%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Diamyd Medical, EPB

Avkastning					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Diamyd Medical, EPB

## Kapitaleffektivitet

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	10%	-	-	-
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	13%	18%	15%	14%	13%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	-310%	-233%	-267%	-300%

Källa: Diamyd Medical, EPB

## Finansiell ställning

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoskuld	-139	-160	-242	-61	-102
Soliditet	94%	91%	92%	81%	85%
Nettoskultsättningsgrad	-0,7x	-0,7x	-0,8x	-0,5x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,4x	1,5x	0,3x	0,5x

Källa: Diamyd Medical, EPB

## Aktiedata

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EPS	0,84	-1,40	-2,17	-2,43	-2,75
EPS, justerad	0,84	-1,40	-2,17	-2,43	-2,75
FCF per aktie	0,32	-2,31	-1,69	-2,40	-2,75
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,64	2,79	3,91	1,52	2,06
Antal aktier vid årets slut, m	71,6	76,9	76,9	76,9	76,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	71,6	76,9	76,9	76,9	76,9

Källa: Diamyd Medical, EPB

## Värdering

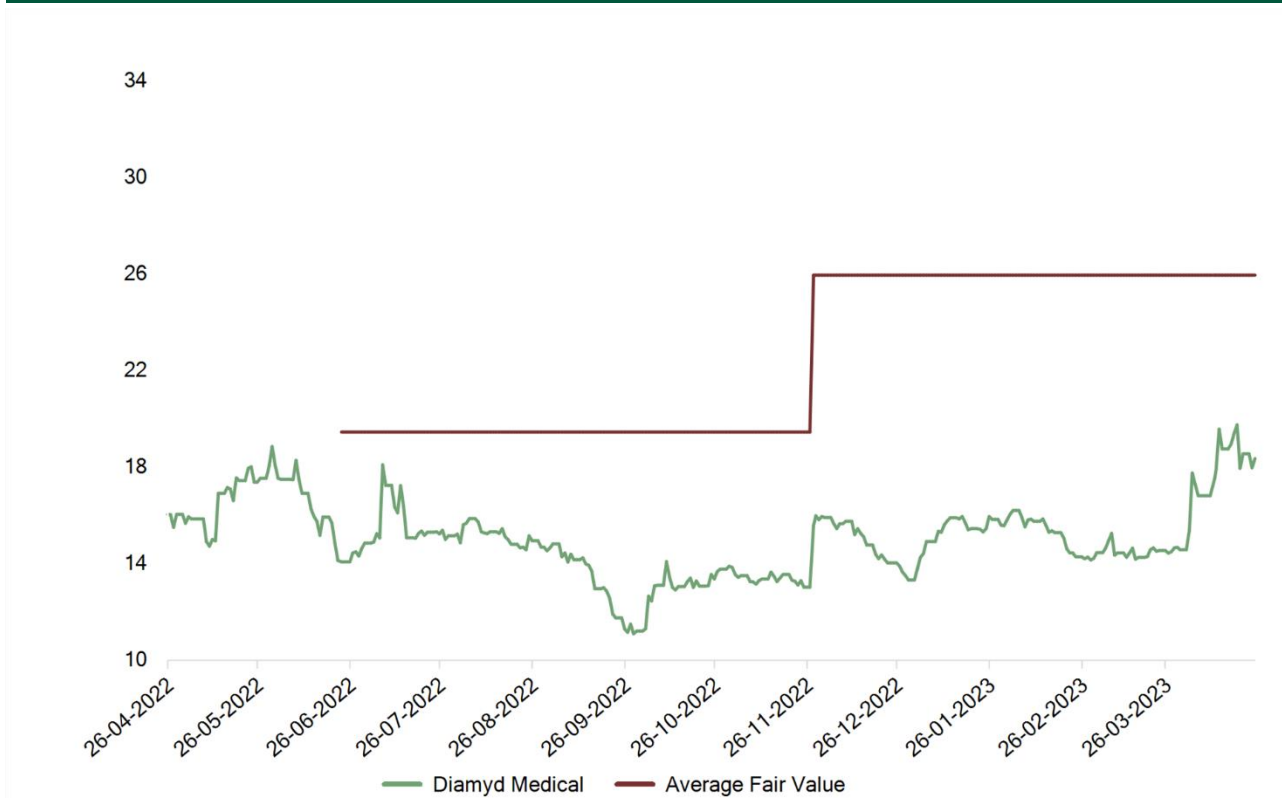
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
P/E, justerad	40,2x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	12,7x	5,2x	4,7x	12,1x	8,9x
P/FCF	105,9x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	5 118,3x	372,1x	391,0x	451,6x	437,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	2 273	962	1 173	1 355	1 313
Aktiekurs	33,7	14,6	18,4	18,4	18,4

Källa: Diamyd Medical, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Diamyd Medical (DMYDB SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)