



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 11 maj 2023

# Diamyd Medical

## Storm i ett vattenglas

### Första kliniska data för Remygen

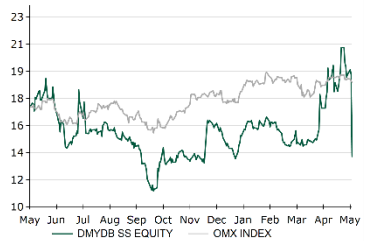
Diamyd presenterade under gårdagen data från en fas I/II-studie (n=35) med Remygen i patienter med långvarig typ 1-diabetes. Det primära effektmåttet i studien, säkerhet och tolerabilitet, visade goda resultat. Däremot kunde ingen tydlig ihållande behandlingseffekt skönjas på det sekundära effektmåttet: förändring i C-peptid. Det här är givetvis inte positivt, men samtidigt var inte denna studie designad för att uppvisa en statistiskt säkerställd behandlingseffekt. Det fullständiga datapaketet kommer att fortsätta analyseras.

### Remygen – väldigt liten del av vår värdering

Innan gårdagens besked värderade vi Remygen till endast 3kr/aktie och utfallet i studien har således en mycket liten effekt på vår värdering av Diamyd. Vi sänker nu sannolikheten att Remygen erhåller ett marknadsgodkännande från 10% till 5%. Vårt investeringscase i bolaget bygger i högsta grad på immunoterapin Diamyd som befinner sig i en registreringsgrundande fas III-studie.

### Ingen påverkan på vårt motiverade värde

Aktien föll kraftigt under gårdagen, vilket vi anser vara helt oproportionerligt sett till hur vi värderar Remygen. Vi spekulerar i att det kan ha funnits en viss missförståelse i marknaden att resultaten gällde Diamyds ledande projekt. Vi upprepar vårt motiverade värde om 25–27 kronor per aktie.

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	13,5 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> 							
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3 - rapport28 juni 2023</div> <div>Q4 - rapport11 oktober 2023</div>				EBIT, just.	-123	-167	-187	-212								
				EPS, just.	-1,4	-2,2	-2,4	-2,8								
				EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.								
				EK/aktie	2,8	3,9	1,5	2,1								
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier77m</div> <div>Börsvärde1 040</div> <div>Nettoskuld-102</div> <div>EV938</div> <div>Free float90%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt156k</div> <div>Bloomberg TickerDMYDB SS EQUITY</div>				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0								
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.								
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.								
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.								
				EV/Sales	372,1x	265,9x	326,5x	312,6x								
				P/EK	5,2x	3,5x	8,9x	6,6x								
				Nettoskuld/EBITDA	1,4x	1,5x	0,3x	0,5x								
				<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	
	Yes	No														
Likviditetsgarant		✓														
Certified adviser		✓														
Transaktioner 12m		✓														

Analys

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.

## DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	1784	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	2323	2092	<b>1885</b>	1701	1537
<b>Enterprise value</b>	<b>1784</b>	Small cap premium	4.0%	NPV/share	30	27	<b>25</b>	22	20
Latest net debt	-102	Extra risk premium	4.0%						
<b>Equity value</b>	<b>1886</b>	WACC	16.0%						
No. of shares outstanding (millions)	76.9								
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>25</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	13.5		

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>
Intäksttillväxt	-	>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

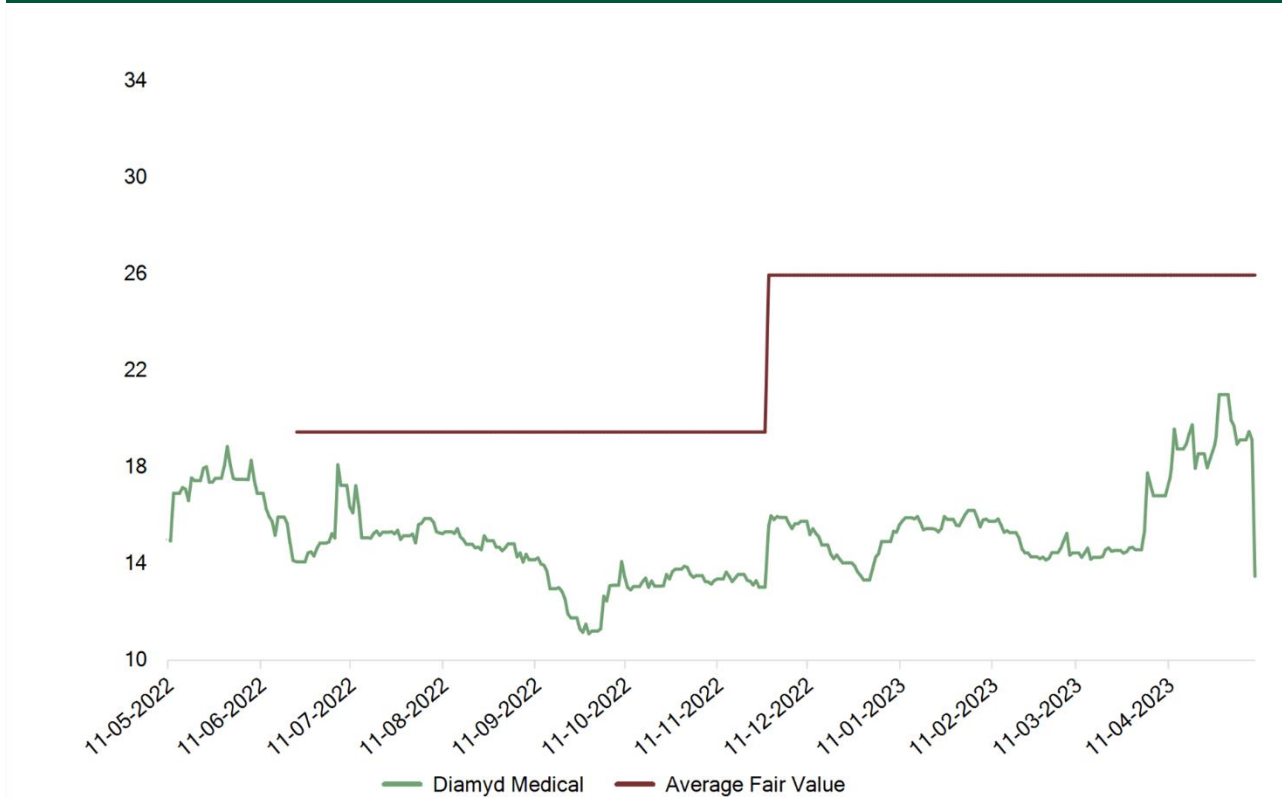
## Värdering

	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	3,5x	8,9x	6,6x
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	265,9x	326,5x	312,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	2 273	962	798	979	938
Aktiekurs	33,7	14,6	13,5	13,5	13,5

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)