



# Ziccum

Nytäckning   
 Rapport   
 Viktig händelse

## Nyheter kring samarbeten att vänta 2020

### Risk och avkastningspotential

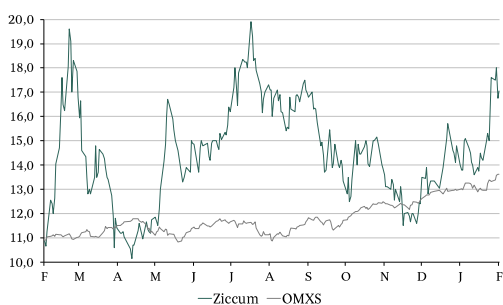
|                         |                        |
|-------------------------|------------------------|
| Kurspotential           | Hög                    |
| Riskenivå               | Hög                    |
| Kurs                    | 17,05                  |
| Högsta/Lägsta (12M)     | 19,90/10,15            |
| Antal aktier (m)        | 7,4                    |
| Börsvärde (SEKm)        | 126                    |
| Nettoskuld (SEKm)       | -16                    |
| Enterprise Value (SEKm) | 110                    |
| Reuters/Bloomberg       | ZICC ST/ZICC SS        |
| Listning                | Spotlight Stock Market |

### Estimat och värdering (SEK)

|                | 2019     | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|----------|-------|-------|-------|
| Försäljning    | 1        | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA         | -8       | -12   | -12   | -12   |
| EBIT           | -9       | -12   | -12   | -12   |
| Vinst f. skatt | -9       | -12   | -12   | -12   |
| EPS, just.     | -1,45    | -1,66 | -1,66 | -1,66 |
| EK/A           | 2,86     | 2,55  | 2,24  | 2,61  |
| Utdelning      | 0,00     | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| V/A Tillv.     | NM       | NM    | NM    | NM    |
| EBIT Marg.     | -1 333,5 | NM    | NM    | NM    |
| ROE            | -59,8    | -68,2 | -69,4 | -68,4 |
| ROCE           | -105,3   | -80,0 | -78,9 | -79,0 |
| Nettoskuld/EK  | -0,12    | -0,17 | -0,06 | -0,20 |
| EV/Fsg.        | 124,37   | NM    | NM    | NM    |
| EV/EBITDA      | NM       | NM    | NM    | NM    |
| EV/EBIT        | NM       | NM    | NM    | NM    |
| P/E, just.     | NM       | NM    | NM    | NM    |
| P/EK           | 4,86     | 6,70  | 7,61  | 6,53  |
| Direktavk.     | 0,0      | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

| Datum    | Händelse   | Plats |
|----------|------------|-------|
| 7/5-2020 | Q1-rapport | --    |

Se sista sidan för disclaimer.

### Hög aktivitet bådär gott inför 2020

Ziccum är inne i en intensiv fas där fokus ligger på de under 2019 ingångna samarbetena. Givet ett positivt resultat från det som angivits som ett utvecklingsbolag i vaccinationsbranschen så bör nyheter komma allmänheten tillhanda under H1'20. Det kan komma i form av ett utökat samarbetsprojekt eller en direkt licensiering av Ziccums teknologi. I slutet av förra året lämnade även Ziccum in material till den andra aviserade partnern, ett globalt läkemedelsbolag. Deras utvärdering tar sedan sannolikt några månader. Även här kan vi sannolikt räkna med nyheter H1'20, givet positiva resultat. Ziccum lämnade in en patentsökning på en ny temperaturstabil formulering av virus i samma familj som mässling i december 2019. Ziccum har även inlett ett samarbete med en virologigrupp i Marseille, samt initierat påverkansarbete av internationella policygrupper.

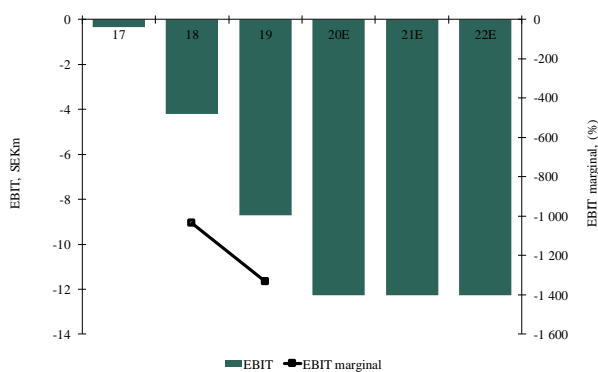
### Stora kostnader för vacciners temperaturkänslighet

Temperaturkänsligheten hos olika vaccin varierar kraftigt, vilket innebär att det krävs olika typer av krav för transport och handhavande av olika vaccin. Därför har en enklare och mer uniform formulering för många typer av vacciner potential att förändra och förenkla vaccinationsindustrin i grunden, med betydligt lägre kostnader samt högre tillförlitlighet som följd. Kylkedjan står för ca 20 – 30 % av totalkostnaden för vaccinationer i framför allt mellan- och låginkomstländer. I en studie om vilka investeringar som kommer att krävas under den kommande tioårsperioden för att leverera rutinmässiga vaccinationer i mellan- och låginkomstländer uppgår den uppskattade totalkostnaden till USD 2 540m. Av detta utgör kylkedjan USD 587m, eller ca 23 %.

### Endast något enstaka lyckat projekt diskonteras i dagens kurs

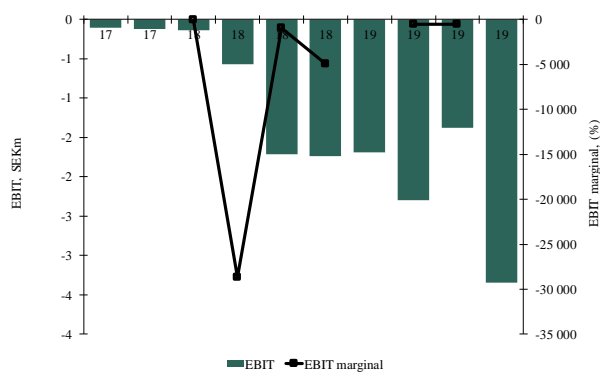
Vi har tittat på ett antal scenarier för samarbeten med vaccintillverkare där Ziccum skulle kunna licensiera ut sin teknologi mot royaltybetalningar. Givet dessa scenarier bedömer vi att Ziccumaktien på nuvarande kurs erbjuder en investering med hög potential, om än till en hög risk. Och, lyckas ett projekt så kommer det med stor sannolikhet att bli fler. Ziccum hade vid utgången av Q4'19 en kassa på 2 mkr, samt har därefter erhållit 13,9 mkr till följd av optionslösen, vilket innebär att Ziccum är finansierade för 2020. Risken för nyemission är således, i alla fall på kort sikt, relativt låg. Det är även fullt rimligt att ett stort läkemedelsbolag skulle kunna se Ziccum som en intressant förvärvskandidat.

### Ziccum – Resultatutveckling, helår



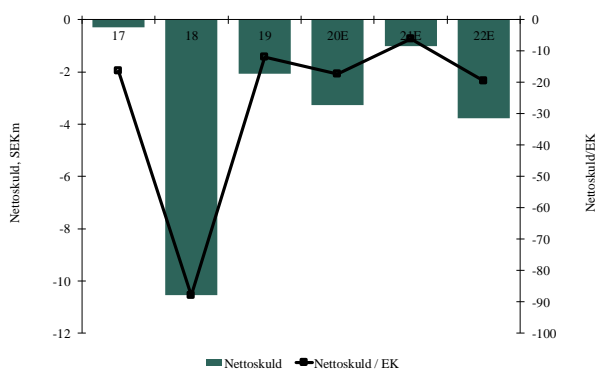
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Ziccum – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Ziccum – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa  
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Ziccum – Aktiestruktur, ledning

|   |                                   |               |
|---|-----------------------------------|---------------|
| Börsvärde (SEKm)                                    | 126                               |               |
| Antal utestående aktier (m)                         | 7,4                               |               |
| Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s) | 29                                |               |
| Fritt handlade aktier                               | 61,8%                             |               |
| <b>Största aktieägare</b>                           | <b>Röster</b>                     | <b>Aktier</b> |
| Inhalation Sciences Sweden AB                       | 24,2%                             | 24,2%         |
| Göran Conradson                                     | 10,3%                             | 10,3%         |
| Avanza Pension                                      | 7,8%                              | 7,8%          |
| Nordnet Pension                                     | 7,1%                              | 7,1%          |
| Övriga  | 50,6%                             | 50,6%         |
| Ordförande  | Fredrik Sjövall                   |               |
| Verkställande direktör                              | Göran Conradson                   |               |
| Finansdirektör                                      | Michael Owens                     |               |
| Investerarkontakt                                   | Göran Conradson                   |               |
| Telefon / Internet                                  | +46 70 961 55 99 / www.ziccum.com |               |
| Nästa rapport                                       | 7 May 2020                        |               |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Investment case

Dr Per Gerde uppfann den patenterade teknologin bakom LaminarPace, samt även övriga patent som fortfarande återfinns i Ziccums tidigare moderbolag, Inhalation Sciences, portfölj. Per Gerde är docent i inhalationstoxikologi, samt forskar vid institutet för miljömedicin på Karolinska Institutet. Metoden för torkning av biologiska läkemedel, LaminarPace, arbetar vid rumstemperatur, vilket medger en unik möjlighet att utveckla stabila och torra formuleringar av framförallt känsliga biologiska substanser. Ziccum noterades på Spotlight Stock Market 2018 under kortnamnet ZICC.



### Aviserade avtal med läkemedelsbolag viktiga steg på vägen

I början av oktober 2019 meddelade Ziccum att de ska genomföra en utvärdering med ett globalt läkemedelsbolag där projektet innefattar att undersöka hur Ziccums lufttorkningsförmåga kan hjälpa vaccinproducenten att generera torra och temperaturstabla vacciner. Detta är det andra projektet som aviserats på kort tid. Sommaren 2019 meddelade Ziccum att de ska genomföra en förstudie avseende utveckling av stabila vacciner för ett vaccinutvecklingsbolag och deras nya formulering. Den viktigaste milstolpen för Ziccum under 2019 var sannolikt i januari då en patentansökan lämnades in för temperaturstabil formulering av Adenovirus baserat på bolagets teknologi. Ziccum lämnade även in en ny patentansökan avseende en temperaturstabil formulering av virus inom samma familj som mässling i december 2019. I Q4'19 initierades även ett samarbete med en fransk virologigrupp på Aix-Marseille universitetet. Ziccum har också påbörjat påverkansarbete av internationella policygrupper.

### Överlag ser vaccinationsnivåer ut att toppa kring 90 %

Den historiskt sett negativa korrelationen mellan antal rapporterade fall per sjukdom och den vaccinerade andelen av populationen är tydlig. 1980, när över fyra miljoner fall av mässling rapporterades, vaccinerades endast ca 16 %. Siffran har ökat stadigt, och det senaste decenniet har uppåt 90 % vaccinerats. Utvecklingen ser likadan ut för andra stora sjukdomar. Det ser dock ut att vara svårt att nå högre än 90 %. Det finns sannolikt flera anledningar till detta. Att nå ut till svåråtkomliga populationer har alltid varit ett problem, vilket framför allt har med infrastruktur och utbildningsinsatser att göra. Problematiken kring långväga transporter, och kostnader associerade med dessa, är ett delproblem som Ziccum lämnar ett relevant bidrag till att lösa.

### Oförutsägbart sjukdomslandskap ökar behovet av snabbfotad industri

Ökande migrationsströmmar och ett mer oförutsägbart sjukdomslandskap innebär att trycket på att kunna införa vaccin snabbt, i stora volymer, till oväntade platser med mer eller mindre fungerande infrastruktur, kommer att öka. Här kommer Ziccums teknologi väl till pass.

### Temperaturkänsligheten hos vacciner ger upphov till stora kostnader

Temperaturkänsligheten hos olika vaccin varierar kraftigt, vilket innebär att det krävs olika typer av krav för transport och handhavande av olika vaccin.

Därför har en enklare och mer uniform formulering för många typer av vacciner potential att förändra och förenkla vaccinationsindustrin i grunden, med betydligt lägre kostnader samt högre tillförlitlighet som följd.

### Fokus på att eliminera kostnaderna för kylkedjan

Kylkedjan står för ca 20 – 30 % av totalkostnaden för vaccinationer i framför allt mellan- och låginkomstländer. I en studie kring vilka investeringar som kommer att krävas under den kommande tioårsperioden för att leverera rutinmässiga vaccinationer i mellan- och låginkomstländer uppgår den uppskattade totalkostnaden till USD 2 540m. Av detta utgör kylkedjan USD 587m, eller ca 23 %. Värt att notera är även att den reella andelen mycket väl kan vara större. En minskning av dessa kostnader, vilket skulle kunna bli verklighet då kylkedjan faktiskt skulle kunna elimineras, skulle med stor sannolikhet få stor effekt på totalkostnaderna, då de också kan påverka t ex utbildning av personal och transport.

### Endast något enstaka lyckat projekt diskonteras i dagens aktiekurs

Vi har tittat på ett antal scenarier för samarbeten med vaccintillverkare där Ziccum skulle kunna licensiera ut sin teknologi mot en royaltybetalning. Givet dessa scenarier bedömer vi att Ziccumaktien på nuvarande kurs erbjuder en investering med hög potential, om än till en hög risk. De implicita förväntningarna i aktiekursen diskonterar att något enstaka projekt kommer till marknad. Ziccum är igång med ett antal studier tillsammans med potentiella kunder och partners, och vi bedömer att chanserna för att de ska lyckas är goda. Lyckas ett projekt så kommer det med stor sannolikhet att bli fler.

### Balansräkningen håller även för 2020

Ziccum hade vid utgången av Q4'19 en kassa på 2 mkr. Optionslösen har därefter tillfört bolaget 13,9 mkr, vilket innebär att Ziccum har finansiering som räcker året ut. Risken för nyemission är således, i alla fall på kort sikt, att betrakta som relativt låg.

### Ziccum även ett uppköpscase

Det är fullt rimligt att ett större läkemedelsbolag skulle kunna se Ziccum som en intressant förvärvskandidat. Ett bud skulle vara en stark indikation på potentialen i teknologin, men värdet för Ziccums aktieägare kommer sannolikt att kunna realiseras på en högre nivå i fortsatt eget ägande. Sannolikt skulle multiplikatoreffekten på skalbarheten till viss del gå förlorad i ett bud, även om det trots allt skulle vara en bra affär.

| Ziccum – Våra estimatförändringar (SEK) |       |             |       |             |       |             |
|---|-------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|
|   | 2020E |             | 2021E |             | 2022E |             |
|   | Förr  | Nu Förändr. | Förr  | Nu Förändr. | Förr  | Nu Förändr. |
| Försäljning                             | -     | 0           | -     | 0           | -     | 0           |
| EBIT                                    | -     | -12         | -     | -12         | -     | -12         |
| EPS just.                               | -     | -1,66       | -     | -1,66       | -     | -1,66       |

Source: Erik Penser Bank

## Ziccum – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

### Resultaträkning

|                                      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Nettoomsättning                      | 0         | 0         | 1         | 0          | 0          | 0          |
| Övriga intäkter                      | -         | -         | -         | -          | -          | -          |
| Kostnad för sålda varor              | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Bruttovinst                          | 0         | 0         | 1         | 0          | 0          | 0          |
| Försäljningskostnader                | -         | -         | -         | -          | -          | -          |
| Administrationskostnader             | -         | -         | -         | -          | -          | -          |
| Forsknings- och utvecklingskostnader | -         | -         | -         | -          | -          | -          |
| Övriga rörelsekostnader              | -         | -         | -         | -          | -          | -12        |
| <b>Resultat före avskrivningar</b>   | <b>-0</b> | <b>-4</b> | <b>-8</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> |
| Avskrivningar                        | -0        | -0        | -0        | -0         | -0         | -0         |
| Goodwill-avskrivningar               | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Rörelseresultat</b>               | <b>-0</b> | <b>-4</b> | <b>-9</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> |
| Extraordinära poster                 | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Resultatandelar i intresseföretag    | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Finansnetto                          | -0        | -0        | -0        | 0          | 0          | 0          |
| <b>Resultat före skatt</b>           | <b>-0</b> | <b>-5</b> | <b>-9</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> |
| Skatter                              | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Minoritetsintressen                  | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Nettoresultat, rapporterat</b>    | <b>-0</b> | <b>-5</b> | <b>-9</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> |

### Kassaflödesanalys

|   | 2017      | 2018       | 2019      | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
|---|-----------|------------|-----------|------------|------------|------------|
| Resultat före avskrivningar                 | -0        | -4         | -8        | -12        | -12        | -12        |
| Förändring av rörelsekapital                | 0         | 1          | -0        | -0         | 0          | 0          |
| Övriga kassaflödespåverkande poster         | 0         | -0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b> | <b>-0</b> | <b>-4</b>  | <b>-8</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> |
| Finansiella nettokostnader                  | -0        | -0         | -0        | 0          | 0          | 0          |
| Betald skatt                                | 0         | 0          | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Investeringar                               | 0         | -0         | -0        | -0         | -0         | -0         |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                     | <b>-0</b> | <b>-4</b>  | <b>-8</b> | <b>-13</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> |
| Utdelningar                                 | 0         | 0          | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Förvärv                                     | 0         | 0          | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Avyttringar                                 | -         | -          | -         | -          | -          | -          |
| Nyemission/återköp av egna aktier           | 0         | 13         | 0         | 14         | 10         | 15         |
| Övriga justeringar                          | 0         | 2          | 0         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Kassaflöde</b>                           | <b>0</b>  | <b>10</b>  | <b>-8</b> | <b>1</b>   | <b>-2</b>  | <b>3</b>   |
| Icke kassaflödespåverkande justeringar      | -         | -          | -         | -          | -          | -          |
| <b>Nettoskuld, rapporterad</b>              | <b>-0</b> | <b>-11</b> | <b>-2</b> | <b>-3</b>  | <b>-1</b>  | <b>-4</b>  |

### Balansräkning

|                                       | 2017     | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|---------------------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>TILLGÅNGAR</b>                     |          |           |           |           |           |           |
| Goodwill                              | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Övriga immateriella tillgångar        | 1        | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| Materiella anläggningstillgångar      | -        | -         | -         | -         | -         | -         |
| Innehav i intresseföretag och andelar | -        | -         | -         | -         | -         | -         |
| Övriga anläggningstillgångar          | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>    | <b>1</b> | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  |
| Varulager                             | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Kundfordringar                        | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Övriga omsättningstillgångar          | 0        | 1         | 15        | 15        | 15        | 15        |
| Likvida medel                         | 0        | 11        | 2         | 3         | 1         | 4         |
| <b>Övriga omsättningstillgångar</b>   | <b>0</b> | <b>11</b> | <b>17</b> | <b>18</b> | <b>16</b> | <b>19</b> |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>               | <b>2</b> | <b>13</b> | <b>18</b> | <b>20</b> | <b>17</b> | <b>20</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>       |          |           |           |           |           |           |
| Eget kapital                          | 2        | 12        | 17        | 19        | 17        | 19        |
| Minoritetsintressen                   | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Summa eget kapital</b>             | <b>2</b> | <b>12</b> | <b>17</b> | <b>19</b> | <b>17</b> | <b>19</b> |
| Långfristiga finansiella skulder      | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Pensionsavsättningar                  | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Uppskjutna skatteskulder              | -        | -         | -         | -         | -         | -         |
| Övriga långfristiga skulder           | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>     | <b>0</b> | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  |
| Kortfristiga finansiella skulder      | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Leverantörsskulder                    | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Skatteskulder                         | -        | -         | -         | -         | -         | -         |
| Övriga kortfristiga skulder           | 0        | 0         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| <b>Kortfristiga skulder</b>           | <b>0</b> | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  | <b>1</b>  |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b> | <b>2</b> | <b>13</b> | <b>18</b> | <b>20</b> | <b>17</b> | <b>20</b> |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Ziccum – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

|  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vinst per aktie, rapporterad                     | -0,14 | -1,27 | -1,45 | -1,66 | -1,66 | -1,66 |
| Vinst per aktie, justerad                        | -0,14 | -1,27 | -1,45 | -1,66 | -1,66 | -1,66 |
| Rörelsens kassaflöde/aktie                       | 0,09  | 1,71  | -1,41 | 0,16  | -0,30 | 0,37  |
| Fritt kassaflöde per aktie                       | -0,06 | -0,75 | -1,41 | -1,72 | -1,66 | -1,66 |
| Utdelning per aktie                              | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Eget kapital per aktie                           | 0,57  | 2,00  | 2,86  | 2,55  | 2,24  | 2,61  |
| Eget kapital per aktie, ex goodwill              | 0,57  | 2,00  | 2,86  | 2,55  | 2,24  | 2,61  |
| Substansvärde per aktie                          | 0,57  | 2,00  | 2,86  | 2,55  | 2,24  | 2,61  |
| Nettoskuld per aktie                             | -0,09 | -1,76 | -0,34 | -0,44 | -0,14 | -0,51 |
| EV per aktie                                     | -     | 3,07  | 13,56 | 16,61 | 16,91 | 16,54 |
| Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m) | 2,7   | 3,6   | 6,0   | 7,4   | 7,4   | 7,4   |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m) | 3,0   | 6,0   | 6,0   | 7,4   | 7,4   | 7,4   |

### Värdering

|   | 2017 | 2018  | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| P/E-tal, rapporterat                    | -    | NM    | NM     | NM    | NM    | NM    |
| P/E-tal, justerat                       | -    | NM    | NM     | NM    | NM    | NM    |
| Kurs/rörelsens kassaflöde               | -    | 3,5   | NM     | 104,3 | NM    | 45,8  |
| Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie     | -    | NM    | NM     | NM    | NM    | NM    |
| Fritt kassaflöde/börsvärde              | -    | -12,4 | -10,2  | -10,1 | -9,7  | -9,7  |
| Direktavkastning                        | -    | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Utdelningsandel, justerad               | NM   | NM    | NM     | NM    | NM    | NM    |
| Kurs/eget kapital                       | -    | 3,00  | 4,86   | 6,70  | 7,61  | 6,53  |
| Kurs/eget kapital, ex goodwill          | -    | 3,00  | 4,86   | 6,70  | 7,61  | 6,53  |
| Kurs/substansvärde                      | -    | 3,00  | 4,86   | 6,70  | 7,61  | 6,53  |
| EV/omsättning                           | NM   | 27,25 | 124,37 | NM    | NM    | NM    |
| EV/EBITDA                               | -    | NM    | NM     | NM    | NM    | NM    |
| EV/rörelseresultat                      | -    | NM    | NM     | NM    | NM    | NM    |
| Aktiekurs, årsslut                      | -    | 6,00  | 13,90  | 17,05 | 17,05 | 17,05 |
| Aktiekurs, årshögsta                    | -    | 7,92  | 19,90  | 18,00 | -     | -     |
| Aktiekurs, årslägst                     | -    | 4,98  | 6,10   | 13,60 | -     | -     |
| Aktiekurs, årssnitt                     | -    | 6,26  | 13,82  | 15,02 | -     | -     |
| Börsvärde, årsslut och nuvarande        | -    | 22    | 83     | 126   | 126   | 126   |
| Enterprise Value, årsslut och nuvarande | -    | 11    | 81     | 110   | 110   | 110   |

### Tillväxt och marginaler

|                                    | 2017 | 2018     | 2019     | 2020E  | 2021E | 2022E |
|------------------------------------|------|----------|----------|--------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt, årsförändring | -    | NM       | 61,1     | -100,0 | NM    | NM    |
| Rörelseresultat, årsförändring     | -    | NM       | NM       | NM     | NM    | NM    |
| Vinst per aktie, årsförändring     | -    | NM       | NM       | NM     | NM    | NM    |
| EBITDA marginal                    | NM   | -981,3   | -1 295,1 | NM     | NM    | NM    |
| EBITA marginal                     | NM   | -1 036,9 | -1 333,5 | NM     | NM    | NM    |
| Rörelsemarginal                    | NM   | -1 036,9 | -1 333,5 | NM     | NM    | NM    |
| Vinstmarginal, justerad            | NM   | -1 125,9 | -1 333,8 | NM     | NM    | NM    |
| Nettomarginal, justerad            | NM   | -1 125,9 | -1 333,8 | NM     | NM    | NM    |
| Skattesats                         | NM   | NM       | NM       | NM     | NM    | NM    |

### Lönsamhet

|   | 2017 | 2018   | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E  |
|---|------|--------|--------|-------|-------|--------|
| Avkastning på eget kapital                    | -    | -66,7  | -59,8  | -68,2 | -69,4 | -68,4  |
| Avkastning på eget kapital, 5-års snitt       | -    | -      | -      | -     | -     | -66,5  |
| Avkastning på sysselsatt kapital              | -    | -291,8 | -105,3 | -80,0 | -78,9 | -79,0  |
| Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt | -    | -      | -      | -     | -     | -127,0 |

### Investeringar och kapitaleffektivitet

|                               | 2017 | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Investeringar                 | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Investeringar/omsättning      | NM   | 69,0  | 22,6  | NM    | NM    | NM    |
| Investeringar/avskrivningar   | 0,0  | 1,2   | 0,6   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Varulager/omsättning          | NM   | 0,0   | 0,0   | NM    | NM    | NM    |
| Kundfordringar/omsättning     | NM   | 8,6   | 0,0   | NM    | NM    | NM    |
| Leverantörsskulder/omsättning | NM   | 108,1 | 67,6  | NM    | NM    | NM    |
| Rörelsekapital/omsättning     | NM   | -99,5 | -67,6 | NM    | NM    | NM    |
| Kapitalomsättningshastighet   | -    | 0,06  | 0,04  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |

### Finansiell ställning

|                         | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld, rapporterad | -0    | -11   | -2    | -3    | -1    | -4    |
| Soliditet               | 98,3  | 93,8  | 93,3  | 96,0  | 95,5  | 96,1  |
| Skuldsättningsgrad      | -0,16 | -0,88 | -0,12 | -0,17 | -0,06 | -0,20 |
| Nettoskuld/börsvärde    | -     | -0,49 | -0,02 | -0,03 | -0,01 | -0,03 |
| Nettoskuld/EBITDA       | 2,2   | 2,6   | 0,2   | 0,3   | 0,1   | 0,3   |

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Ziccum – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

### Resultaträkning

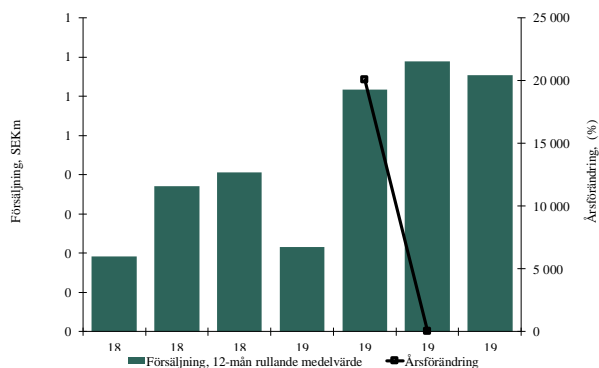
|                                      | Q117 | Q217 | Q317      | Q417      | Q118      | Q218      | Q318      | Q418      | Q119      | Q219      | Q319      | Q419      |
|--------------------------------------|------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Nettoomsättning                      | -    | -    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Övriga intäkter                      | -    | -    | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         |
| Övriga rörelsekostnader              | -    | -    | -0        | -0        | -0        | -1        | -2        | -2        | -2        | -3        | -2        | -3        |
| <b>Resultat före avskrivningar</b>   | -    | -    | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-1</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-1</b> | <b>-3</b> |
| Avskrivningar och amorteringar       | -    | -    | -0        | -0        | -0        | -0        | -0        | -0        | -0        | -0        | -0        | -0        |
| <b>Rörelseresultat</b>               | -    | -    | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-1</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-1</b> | <b>-3</b> |
| Extraordinära poster                 | -    | -    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Resultatandelar i intresseföretag    | -    | -    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Finansnetto                          | -    | -    | 0         | -0        | -0        | -0        | -0        | 0         | 0         | 0         | 0         | -0        |
| <b>Resultat före skatt</b>           | -    | -    | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-1</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-1</b> | <b>-3</b> |
| <b>Resultat före skatt, justerat</b> | -    | -    | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-1</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-1</b> | <b>-3</b> |
| Skatter                              | -    | -    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Minoritetsintressen                  | -    | -    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Nettoresultat, rapporterat</b>    | -    | -    | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-0</b> | <b>-1</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-2</b> | <b>-1</b> | <b>-3</b> |

### Tillväxt och marginaler

|                         | Q117 | Q217 | Q317 | Q417 | Q118  | Q218      | Q318     | Q418     | Q119 | Q219     | Q319   | Q419 |
|-------------------------|------|------|------|------|-------|-----------|----------|----------|------|----------|--------|------|
| Nettoomsättning         | -    | -    | -    | -    | -     | -         | NM       | NM       | NM   | 20 050,0 | 40,2   | NM   |
| Rörelseresultat         | -    | -    | -    | -    | -     | -         | NM       | NM       | NM   | NM       | NM     | NM   |
| EBITDA marginal         | -    | -    | NM   | NM   | -53,7 | -26 050,0 | -923,5   | -4 777,1 | NM   | -554,6   | -524,7 | NM   |
| Rörelsemarginal         | -    | -    | NM   | NM   | -72,1 | -28 650,0 | -957,5   | -4 954,3 | NM   | -569,7   | -549,8 | NM   |
| Vinstmarginal, justerad | -    | -    | NM   | NM   | -74,2 | -36 150,0 | -1 033,0 | -4 954,3 | NM   | -569,7   | -549,8 | NM   |
| Skattesats              | -    | -    | NM   | NM   | NM    | NM        | NM       | NM       | NM   | NM       | NM     | NM   |

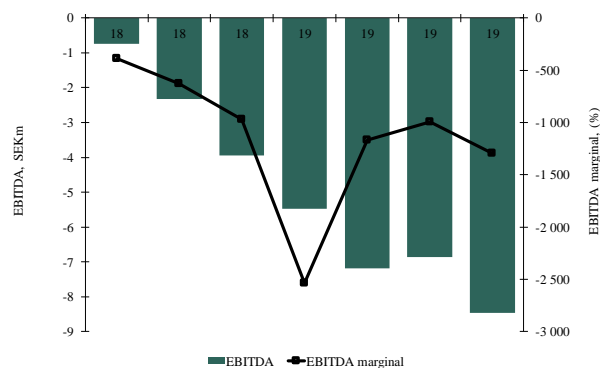
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Ziccum – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



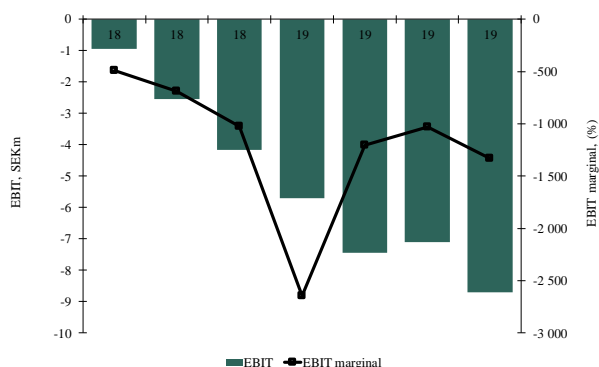
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Ziccum – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



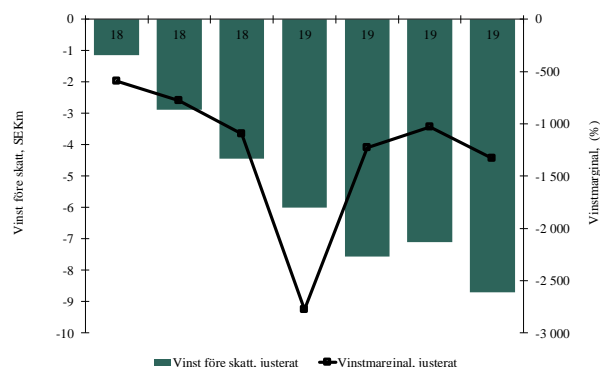
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Ziccum – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Ziccum – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

---

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### 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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställda handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---