



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 21 August 2020

## Ziccum

### En teknologi på en marknad med hela världens fokus

#### Upprepade målsättningar för 2020

Ziccum siktar fortsatt på att ingå ett första licensavtal avseende ett eller flera vacciner under 2020, samt upprepar även övriga målsättningar, vilka de redan har nått, eller är i färd med att nå. Q2'20-rapporten i sig var odramatisk, men det i sig är en indikator på att utvecklingsarbetet går framåt enligt plan.

#### Välkapitaliserade för kommande år

Efter årets kapitalanskaffningar har Ziccum nu en kassa som räcker för ett par år framöver i väntan på att ingå ett första licensavtal, eller på annat sätt kommersialisera teknologin, vilket ligger helt i fokus inför hösten samt kommande år.

#### Stor uppsida vid lyckad kommersialisering

Lyckas Ziccum med ett projekt, så kommer det sannolikt bli fler. Ett licensavtal avseende MR-vaccin skulle enligt våra beräkningar kunna innebära 40 till 60 kr per aktie. Aktien har gått starkt, men vi ser fortsatt hög potential, om än till en hög risk. Ziccum ligger helt rätt i tiden i en värld som aldrig har fokuserat på vaccin så mycket som nu.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	40.00 - 60.00	
EPS, just 20e	-1.89	-1.79	5.7%	Sales,m	0	0	0	0	Current price	31.70
EPS, just 21e	-2.02	-1.67	20.8%	Sales Growth	NM%	NM%	NM%	NM%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	-2.1	-1.67	25.8%	EBITDA, m	(8.5)	(17.8)	(19.0)	(19.8)	Kurspotential	High
				EBIT, m	(8.7)	(18.2)	(19.4)	(20.2)		
				EPS, adj	(1.45)	(1.89)	(2.02)	(2.10)		
				EPS Growth	NM%	NM%	NM%	NM%		
				Equity/Share	1.8	5.2	3.2	1.1		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	NM%	NM%	NM%	NM%		
				ROE (%)	(50.8)%	(36.3)%	(63.0)%	(190.7)%		
				ROCE	(50.8)%	(34.9)%	(59.2)%	(89.3)%		
				EV/Sales	--x	--x	--x	--x		
				EV/EBITDA	(30.7)x	(14.6)x	(13.7)x	(13.1)x		
				EV/EBIT	(29.8)x	(14.3)x	(13.4)x	(12.9)x		
				P/E, adj	(21.8)x	(16.8)x	(15.7)x	(15.1)x		
				P/Equity	17.7x	6.1x	9.9x	28.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(10.2)%	(6.6)%	(6.7)%	(7.0)%		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån			
Q3 2020	6 november				

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	9.6m
Market cap	305
Nettoskuld	(44)
EV	260
Free Float	92.08%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	113.0(k)
Reuters/Bloomberg	ZICC.ST/ZICC SS

#### Analytiker

alexander.vilval@penser.se  
Analysavdelningen



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 21 August 2020

# Sammanfattning

---

## En teknologi på en marknad med hela världens fokus

### Investment Case

---

Lyckas Ziccum att komma till marknad med ett vaccin/partner, står sannolikt fler på kö. En eventuell framgång för Ziccum, där de med sin teknologi får ut ett MR-vaccin till marknaden tillsammans med en partner, skulle mer än väl försvara dagens aktiekurs. Det är även 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. Värdet på skalbarheten skulle till viss del gå förlorad i ett bud, även om det trots allt skulle vara en bra affär för aktieägarna.

### Bolags profil

---

Dr Per Gerde uppfann den patenterade teknologin bakom LaminarPace. 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.

### Värdering

---

Vi sätter Ziccums aktiekurs i relation till vilka värden som skulle kunna realiseras vid licensiering av teknologin. Osäkerheterna i beräkningarna är många, men totalt sett bedömer vi att uppsidan kan vara betydande. Hög potential till hög risk.

### Motiverat värde

---

En potentiell framgång för Ziccum med licensiering av teknologin för ett MR-vaccin motiverar enligt våra beräkningar ett värde på ca 40 - 60 kr per aktie.

## Ziccum - Tydliga målsättningar för 2020

- Ingå ett första licensavtal avseende ett eller flera vacciner.
- Lämna in minst en ny patentansökan på temperaturstabil formulering av ett vaccin.
- Uppgradera LaminarPace och anpassa till industriell produktion av vacciner.
- Arbeta för att väsentligt öka medvetenheten kring Ziccums möjligheter att generera temperaturstabila formuleringar hos utvalda Non-Governmental Organizations (NGO:s).

## Det finns sannolikt flera alternativa vägar till kommersialisering

Den tydligaste vägen mot kommersialisering ligger i att en vaccintillverkare använder Ziccums teknologi under licens och betalar en royalty. Det finns dock även andra alternativ. Till exempel skulle en stor inköpare/distributör av vaccin kunna röra sig uppåt i värdekedjan och använda teknologin för att tillverka en billigare och mer lätthanterad helhetslösning. Att bearbeta såväl de uppenbara kunderna, vaccintillverkarna, men kanske framför allt de eventuellt ännu viktigare inköparna och NGO:s som är aktiva på området, är sannolikt nyckeln till framgång.

## Kostnader och problem med kylkedjan för vaccin kan reduceras med Ziccums teknologi

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 %.

## Potentiellt MR-vaccin pekar på uppsida

Ziccums överenskommelse med en vaccintillverkare från den 26 mars 2020 om att undersöka hur Ziccums torkmetod kan integreras i partnerbolagets produktionssystem för tillverkning av vacciner för mässling och röda hund är något av en milstolpe för Ziccum. Detta är första gången Ziccum går in i en industriell miljö hos en tillverkare av vaccin, i jämförelse med att tidigare i laboratoriemiljö undersökt teknologins möjligheter.

Antaganden i räkneexemplet:

266 miljoner doser per år; baserat på 140 miljoner födslar, två doser per barn, samt 95% vaccinationsgrad.

0,656 USD/dos MR vaccin. Avser Unicef, vilket innebär utvecklingsländer.

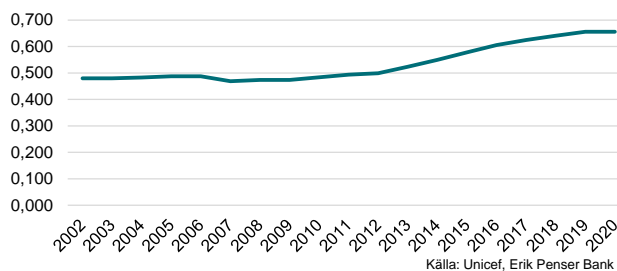
100% marknadsandel/penetration. Unicef står för ca 33% av världsmarknaden avseende antal doser vaccin totalt. Dock endast ca 6% av värdet, vilket speglar att potentialen är hög då priserna totalt sett är högre för vaccin i utvecklade länder.

Patent t o m 2028.

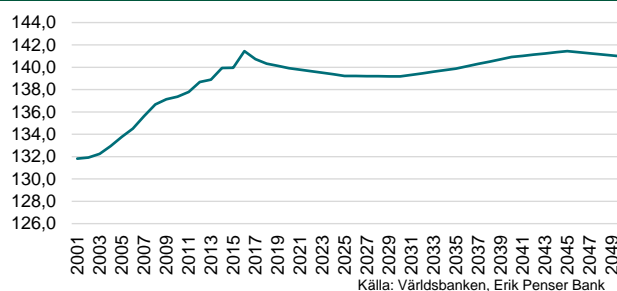
Diskonteringsränta samt royaltynivå i tabellen.

Skulle Ziccum lyckas att licensiera ut sin teknologi för produktion av vaccin mot mässling och röda hund, vilket de nu har kommit ett steg närmare, så är potentialen hög. Att de med sin partner skulle nå 100 % marknadsandel är nog inte sannolikt, men antagandet gör det enklare att visa på storheterna i kalkylen. Samtidigt är det möjligt att priskomponenten, som baseras på Unicefs nivå, är för konservativ. Den kanske viktigaste komponenten avser Ziccums patent för teknologin Laminar Pace, vilket sträcker sig till 2028. Ziccum har dock sannolikt stora möjligheter att ansöka om nya patent för specifika formuleringar, vilket i så fall pekar på en betydande uppsida till beräkningarna som baserar sig på kassaflöden fram till 2027 med en försäljningsstart 2024. Dessa är alla stora osäkerhetsfaktorer i beräkningarna, men sammantaget tror vi att de snarare pekar på uppsida än nedsida totalt avseende projektets potential för Ziccums del. Även royaltynivå och avkastningskrav har givetvis stor påverkan för värdet, vilket speglas i tabellen intill. Totalt sett menar vi dock att en eventuell framgång för Ziccum, där de med sin teknologi får ut ett MR-vaccin till marknaden tillsammans med en partner, mer än väl skulle försvara dagens aktiekurs.

## MR-vaccin, USD/dos (Unicef)



## Miljoner födslar per år



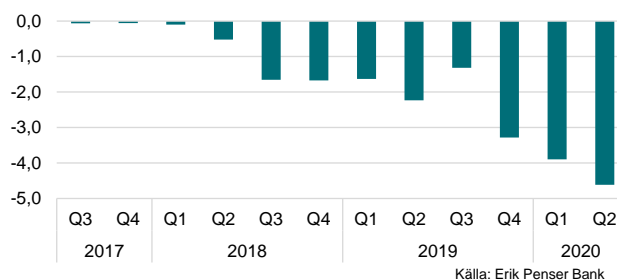
## NPV - SEK/aktie - Räkneexempel MR

		Diskonteringsränta			
		15,0%	12,5%	10,0%	7,5%
Royalty	5%	17,8	19,6	21,5	23,8
	10%	35,3	38,7	42,7	47,1
	15%	52,7	57,9	63,8	70,5
	20%	70,2	77,1	84,9	93,8

## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Avanza Pension	10,39%	10,39%
Nordnet Pension	9,23%	9,23%
Göran Conradson	7,92%	7,92%
Tigerstaden AS	3,12%	3,12%
Övriga	69,34%	69,34%
Ordförande	Fredrik Sjövall	
Verkställande direktör	Göran Conradson	
Finansdirektör	Michael Owens	
Investerarkontakt	Göran Conradson	
Hemsida	www.ziccum.com	

## EBITDA per kvartal (mkr)



## Resultaträkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Övriga externa kostnader	-4,0	-7,7	-15,0	-15,6	-16,0
Personalkostnader	-0,4	-1,5	-2,8	-3,4	-3,8
Avskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-17,8</b>	<b>-19,0</b>	<b>-19,8</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-4,2</b>	<b>-8,7</b>	<b>-18,2</b>	<b>-19,4</b>	<b>-20,2</b>
Finansnetto	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-4,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-18,2</b>	<b>-19,4</b>	<b>-20,2</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-4,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-18,2</b>	<b>-19,4</b>	<b>-20,2</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Tillgångar</b>					
Immateriella tillgångar	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Materiella tillgångar	0,3	0,4	1,5	2,6	3,8
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga fordringar	0,7	14,4	14,4	14,4	14,4
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	10,5	2,1	35,2	14,7	3,4
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>11,3</b>	<b>17,0</b>	<b>49,6</b>	<b>29,1</b>	<b>17,8</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>12,8</b>	<b>18,4</b>	<b>52,2</b>	<b>32,8</b>	<b>22,6</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>					
Eget kapital	12,0	17,2	50,1	30,8	10,6
<b>Summa eget kapital</b>	<b>12,0</b>	<b>17,2</b>	<b>50,1</b>	<b>30,8</b>	<b>10,6</b>
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	2,0	2,0	12,0
Övriga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>12,0</b>
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>12,8</b>	<b>18,4</b>	<b>52,2</b>	<b>32,8</b>	<b>22,6</b>

## Kassaflöde

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Resultat före skatt	-4,2	-8,7	-18,2	-19,4	-20,2
Justeringar	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-17,8</b>	<b>-19,0</b>	<b>-19,8</b>
Förändring av rörelsekapital	0,2	0,1	-0,7	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-3,8</b>	<b>-8,3</b>	<b>-18,5</b>	<b>-19,0</b>	<b>-19,8</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-0,3	-0,1	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>
Nyemission	13,0	0,0	52,7		
Upptagna lån	2,3	0,0	2,0		10,0
Teckningsoptioner	0,0	0,0			
Kapitalanskaffningskostnader	-1,0	0,0	-1,6		
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>14,4</b>	<b>0,0</b>	<b>53,1</b>	<b>0,0</b>	<b>10,0</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>10,3</b>	<b>-8,5</b>	<b>33,2</b>	<b>-20,5</b>	<b>-11,3</b>
Likvida medel vid periodens början	0,3	10,5	2,1	35,2	14,7
Kursdifferens i likvida medel	0,0	0,0			
Likvida medel vid periodens slut	10,5	2,1	35,2	14,7	3,4

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 anställdas 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 berörda 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.

---

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)