



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 26 April 2021

## Ziccum

## Målsättningarna ligger kvar

## Målsättningarna för året består

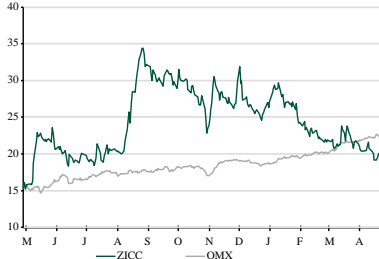
Målsättningarna om att ingå ett första licensavtal avseende ett eller flera vacciner, samt att presentera en plan för att etablera en produktionsanläggning, inklusive nödvändig finansiering samt partnerskap, består. Ziccum har även meddelat att de förlängt det utvärderingsavtal som träffades med Janssen Vaccine & Prevention B.V 2019, vilket syftar till att analysera Ziccums teknologi med Janssens vaccinplattformar.

## Siktet inställt på en anläggning i Sverige

I förlängningen siktar Ziccum på att på 2-3 års sikt etablera en första anläggning i Sverige. I ett första steg är det dock fokus på målsättningarna för 2021. Potentiella intressenter skulle kunna komma att vara vaccintillverkare och NGOs, IGOs och/eller statliga intressen. I väntan på detta kan nyhetsflödet vara begränsat, medan nästa fas i Ziccums resa påbörjas när en första affär väl presenteras.

## Likviditet som räcker in i 2022

Ziccum har finansiering som räcker in i 2022. Kapital för nästa steg på resan ska enligt målsättningarna vara en del av en industrialisering med partners, vilket innebär att risken för utspädning inför detta är kopplat till om Ziccum når sina målsättningar. Ett licensavtal avseende MR-vaccin skulle enligt våra beräkningar kunna innebära ca 60 kr per aktie, vilket även utgör grunden för vårt motiverade värde.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning		
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	58.00 - 62.00	
EPS, just 21e	-2.05	-2.12	-3.5%	Sales,m	0	0	0	0	Current price	19.40	
EPS, just 22e	-2.24	-2.23	-0.4%	Sales Growth	NM%	NM%	NM%	NM%	Riskenivå	High	
EPS, just 23e	-2.24	-2.23	-0.4%	EBITDA, m	(16.8)	(19.6)	(21.4)	(21.4)	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 		
<div>Kommande händelser</div>				EBIT, m	(17.2)	(20.1)	(21.9)	(21.9)			
AGM			27 april	EPS, adj	(1.80)	(2.05)	(2.24)	(2.24)			
Q2 2021			26 augusti	EPS Growth	NM%	NM%	NM%	NM%			
Q3 2021			28 oktober	Equity/Share	3.8	1.9	3.8	1.5			
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00			
				EBIT Marginal	NM%	NM%	NM%	NM%			
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				ROE (%)	(47.5)%	(108.8)%	(60.0)%	(149.8)%			
				ROCE	(44.9)%	(98.1)%	(56.9)%	(131.8)%			
				Antal aktier		9.6m	EV/EBITDA	(9.4)x	(8.1)x	(7.4)x	(7.4)x
				Market cap		186	EV/EBIT	(9.2)x	(7.9)x	(7.2)x	(7.2)x
Nettoskuld		(28)	P/E, adj	(10.8)x	(9.5)x	(8.7)x	(8.7)x	<div>Analytiker</div> <div>alexander.vilval@penser.se</div>			
EV		158	P/Equity	5.1x	10.1x	5.1x	12.7x				
Free Float		89.15%	Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				
Avg. No. of Daily Traded Sh.		82.2(k)	FCF yield	(8.0)%	(11.7)%	(12.2)%	(12.2)%				
Reuters/Bloomberg		ZICC.ST/ZICC:SS									



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 26 April 2021

# Sammanfattning

---

## Målsättningarna ligger kvar

### Investment Case

---

Lyckas Ziccum att komma till marknaden med ett vaccin/partner, står sannolikt fler projekt på kö. En eventuell framgång för Ziccum, där de med sin teknologi får ut ett MR-vaccin till marknaden tillsammans med en partner, skulle innebära en betydlig uppsida från 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.

### 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 är noterade på Nasdaq First North Growth Market med kortnamn 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 60 kr per aktie.

## **Ett white paper där Ziccum visar industrin hur en möjlig väg framåt kan se ut**

---

Ziccums white paper med titeln "Set Vaccines Free", beskriver hur en fill & finish-anläggning, med Ziccums teknologi, kan uppföras på ca 2 år, med stora kostnadsbesparingar för vaccintillverkarna som följd. I en tillvaro där vaccintillverkarna i värsta fall kan bli tvungna att prioritera mellan olika vacciner när efterfrågan ökar och nya vacciner ska produceras, t ex ett potentiellt vaccin mot covid-19, bör de sannolikt söka efter nya, effektiva, vägar framåt. Ziccum uppskattar att deras teknologi kan innebära besparingar på 65% avseende Opex och 50% gällande Capex jämfört med traditionella teknologier. Att sedan även eliminera distributionens kylkedjan med en torr formulering utgör själva basen i attraktionen med Laminar Pace. Den potentiella anläggning som Ziccum beskriver i rapporten skulle kunna producera motsvarande 300 miljoner doser per år, vilket innebär stora möjligheter för en vaccintillverkare att förhållandevis snabbt rampa upp produktion av torrt vaccin.

Inför covid-19 väntades den globala marknaden för vaccin växa med ca 7% per år till en nivå på ca 58 mdr USD 2024 från ca 42 mdr USD 2019. Rimligen har denna tillväxtmöjlighet ökat ytterligare under 2020. Något som har lyfts fram hos olika marknadsbedömare är att de stora investeringar som krävs kan hämma utvecklingen. Nya, innovativa, teknologier som Ziccums Laminar Pace bör sannolikt kunna bidra med konkurrensfördelar för vaccintillverkare med möjligheter att inte bara kapa kostnader, men även effektivisera distributionen.

## **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 var 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 födselar, två doser per barn, samt 95% vaccinationsgrad.

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

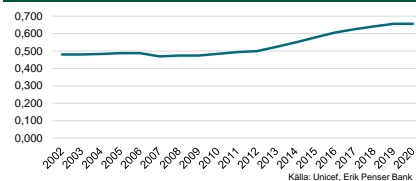
100% marknadsandel/penetration. Unicef står för ca 33% av världsmarknaden avseende antal doser vaccin totalt. Dock endast ca 6% av värdet, vilket speglar att potentialen är hög då priserna totalt sett är högre för vaccin i utvecklade länder.

Patent t o m 2028.

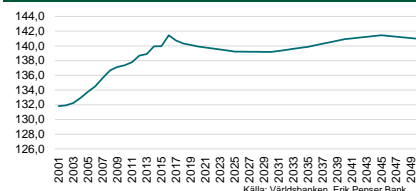
Diskonteringsränta samt royaltynivå i tabellen.

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. En royalty på 10% skulle i räkneexemplet innebära intäkter på ca 17 MUSD per år. 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 födselar per år



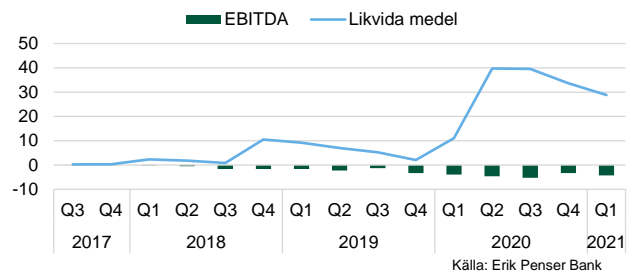
### NPV - SEK/aktie - Räkneexempel MR

	Diskonteringsränta				
	5%	10%	15%	20%	25%
Royalty	17,8	35,3	52,7	70,2	87,7
	19,6	38,7	57,9	77,1	96,6
	21,5	42,7	63,8	84,9	106,1
	23,8	47,1	70,5	93,8	118,4

## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Avanza Pension	7,94%	7,94%
Göran Conradson	7,92%	7,92%
Nordnet Pension	4,11%	4,11%
Viskär AB	2,29%	2,29%
Övriga	77,74%	77,74%
Ordförande	Fredrik Sjövall	
Verkställande direktör	Göran Conradson	
Finansdirektör	Frida Hjelmberg	
Investerarkontakt	Göran Conradson	
Hemsida	www.ziccum.com	

## EBITDA vs. likvida medel (mkr)



## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga intäkter	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga externa kostnader	-4,0	-7,7	-13,4	-14,1	-17,0	-17,0
Personalkostnader	-0,4	-1,5	-3,4	-5,4	-4,4	-4,4
Avskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-16,8</b>	<b>-19,6</b>	<b>-21,4</b>	<b>-21,4</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-4,2</b>	<b>-8,7</b>	<b>-17,2</b>	<b>-20,1</b>	<b>-21,9</b>	<b>-21,9</b>
Finansnetto	-0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-4,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-17,3</b>	<b>-20,1</b>	<b>-21,9</b>	<b>-21,9</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-4,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-17,3</b>	<b>-20,1</b>	<b>-21,9</b>	<b>-21,9</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>						
Immateriella tillgångar	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Materiella tillgångar	0,3	0,4	4,0	5,0	5,9	6,9
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,7</b>
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga fordringar	0,7	14,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,1	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	10,5	2,1	33,6	13,8	30,9	8,0
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>11,3</b>	<b>17,0</b>	<b>34,8</b>	<b>14,8</b>	<b>31,9</b>	<b>9,0</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>12,8</b>	<b>18,4</b>	<b>39,6</b>	<b>20,6</b>	<b>38,7</b>	<b>16,7</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>						
Eget kapital	12,0	17,2	36,4	18,5	36,6	14,6
<b>Summa eget kapital</b>	<b>12,0</b>	<b>17,2</b>	<b>36,4</b>	<b>18,5</b>	<b>36,6</b>	<b>14,6</b>
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Övriga skulder	0,0	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>2,0</b>	<b>2,0</b>
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,4	0,4	0,8	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	0,2	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>12,8</b>	<b>18,4</b>	<b>39,6</b>	<b>20,6</b>	<b>38,7</b>	<b>16,7</b>

## Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat före skatt	-4,2	-8,7	-17,3	-20,1	-21,9	-21,9
Justeringar	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Betald inkomstskatt	0,0	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>-16,9</b>	<b>-19,6</b>	<b>-21,4</b>	<b>-21,4</b>
Förändring av rörelsekapital	0,2	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-3,8</b>	<b>-8,3</b>	<b>-17,0</b>	<b>-20,5</b>	<b>-21,4</b>	<b>-21,4</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-0,3	-0,1	-3,8	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>
Nyemission	13,0	0,0	52,7		40,0	
Upptagna lån	2,3	0,0	2,0			
Teckningsoptioner	0,0	0,0		2,2		
Kapitalanskaffningskostnader	-1,0	0,0	-2,3			
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>14,4</b>	<b>0,0</b>	<b>52,4</b>	<b>2,2</b>	<b>40,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>10,3</b>	<b>-8,5</b>	<b>31,6</b>	<b>-19,8</b>	<b>17,1</b>	<b>-22,9</b>
Likvida medel vid periodens början	0,3	10,5	2,1	33,6	13,8	30,9
Kursdifferens i likvida medel	0,0	0,0				
Likvida medel vid periodens slut	10,5	2,1	33,6	13,8	30,9	8,0

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

#### 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 skall 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. Vad gäller risk 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%.

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. 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 fondhandlarförningens 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 Instru-ment 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)