

## Konklusion

Den første lægemiddelkandidat, Lyxumia (diabetes 2; GLP-1 agonist) forventes indsendt til registrering af partneren, Sanofi, i Q4 angående EU og følges af Japan medio 2012. Ansøgning i USA påregnes i H2/2012. Selskabet er ved at stige op på et højere trin med et indkomstgenererende produkt på markedet. I første omgang vil milestone-betalinger give store engangsindtægter, og herefter kommer royalty af salget. Diabetes 2 produkter er således selskabets økonomiske grundlag, og pengene herfra må påregnes at kunne mere end opveje omkostningerne ved fortsat udviklingsindsats for egen regning - forudsat den ønskede godkendelse opnås. Den øvrige aktivitet, der også omfatter mave/tarm og hjerte/kar sygdomme, er interessant og lovende men langsigtet. En udviklingsaftale for ZP2929 (diabetes 2/fedme og tilsvarende produkter) blev indgået i juni med Boehringer Ingelheim på lukrative vilkår for Zealand. Aktien er prissat lavt i forhold til det store potentiale. Den forventede godkendelse næste år vil reducere usikkerheden angående Lyxumia til spørgsmålet om produktets evne til at vinde indpas og markedsandel. Aktien er langsigtet af natur, men den pt. lave børskurs sammen med færdiggørelsen af Lyxumia burde også give aktien mulighed for et rebound.



### Anbefaling:

Aktuel Kurs: 50

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 1.143 mio. DKK

Antal aktier: 22,87 mio. styk

Næste regnskab: 17-11 (Q3-regnskab)

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 50 - 90

Kursudvikling 12-18 mdr.: 110 - 130

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 70 pr. 08-03-2011

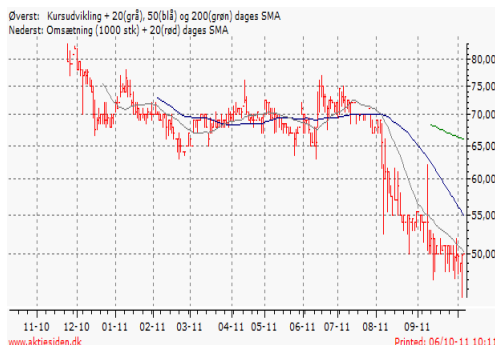


### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Rammen for udgifterne fastholdes på 170 mio.kr. Indtægter fra Boehringer Ingelheim-aftalen påregnes at udgøre 150 mio. kr. Yderligere guidance om milestone-betalinger og andre indtægter (foreløbig 17 mio. kr.) gives ikke, da der er usikkerhed mht. tidspunkt. Sanofi forventer i Q4 at indsende registreringsansøgning for Lyxumia dækkende EU. Ansøgning i Japan følger medio 2012, og USA indledes tilsvarende i andet halvår 2012. Egenkapitalen er nu på 462 mio. kr. pr. 30-06-2011, og likvide aktiver udgør 446 mio. kr.



### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj 83

Lav 47

### Muligheder

Segmentet med peptider er kommet i fokus pga. diabetes 2 behandling. Injektion har fordele ved at virke præcist. Tabletters dominans reduceres. Selskabets tekniske kompetence er grundlag for nye opdagelser og samarbejdsaftaler. Indtægter fra Lyxumia vil starte og styrke evnen til indsats i R&D. ZP2929 aftalen er lukrativ med optioner på opfølgning. Andre sygdomme skal nu adresseres for egen regning. En positiv Track Record er ved at blive opnået, dvs. goodwill-værdi. Cash + sikre indtægter rækker mere end 3 år frem ved uforandret niveau for omkostningerne.

### Risici

Selskabets fremtid og værdi beror på succesfuld produktudvikling. Det kræver professionelt personale og god dømmekraft ang. valg af de bedste projekter. Godkendelse og salgsevnen af Lyxumia er afgørende for indtægterne i de kommende år. Konkurrerende produkter findes/kommer. ZP2929 er næstfølgende store projekt i værdi men kun på vej ind i Fase I. Lang udviklingstid og få projekter udgør et problem. Største udfordring/risiko er andre selskabers produktudvikling. Aktieomsætningen er lav, og prisen påvirkes af nyheder om udviklingsforløbet.

## Facts om Zealand Pharma

Virksomheden, der beskæftiger 89 medarbejdere, indledte sin aktivitet i 1998 med udvikling af nye lægemidler. Fokusområdet er udelukkende peptider. Evnen til at finde innovative peptider, som kan modificeres og optimeres med henblik på udvikling til effektive og sikre lægemidler, er selskabets kernekompetence. Problemet er, at naturligt forekommende peptider meget hurtigt nedbrydes i kroppen. For at forlænge levetiden udnytter Zealand blandt andet sin patenterede SIP teknologi (Structure Inducing Probe). Ideen er med afsæt i et naturligt forekommende peptid med formodet virkning at opbygge et nyt peptid med signifikant medicinsk virkning i et passende tidsrum. Et sådant nyt molekyle beskyttes hurtigst muligt ved et patent. Sygdomme, der adresseres, omfatter især diabetes/fedme, men også mave/tarm og hjerte/kar. Injektion er nødvendig ved peptid-produkter, men det er blevet mere brugervenligt takket være patientvenlige pen-systemer. Produkterne vil i reglen indgå som en livslang behandling, hvilket giver et stort salgspotentiale. Generelt må udvikling af et nyt stof i eget regi forventes gennemført indtil man har opnået "proof of concept", dvs. Fase IIa. Beslutning om tidspunkt og værdi af en partnerskabs-aftale vurderes individuelt ud fra afkast/risiko-forholdet. Det skal ses i forhold til potentialet, de økonomiske muligheder og andre projekters forventede forløb. Evnen til at vælge ideer og vurdere projekternes værdiudvikling, herunder stopbeslutning, er derfor vigtig.

Omsætningen: Indtægter består foreløbig af betaling for aftaler, hvor R&D-milestones er afgørende for udløsningen heraf. Første produkt på markedet påregnes at blive Lyxumia, hvilket vil udløse nye milestone-betalinger og efterfølgende en royalty beregnet ud fra salget.

Ledelse: David Horn Solomon er adm. direktør (CEO), Christian Grøndahl er forskningsdirektør (CSO), Arvind Hundal er direktør for forretningsudvikling (CBO), Mats Blom er finansdirektør (CFO) og John Hyttel er direktør for drift (COO). Daniël Jan Ellens er formand for bestyrelsen.

Ejerforhold: Over 10 % ejes af Sunstone BI Funds (Danmark), LD Pension (Danmark), CDC Innovation (Frankrig), Sunstone Life Science Venture Funds (Danmark). Følgende ejer over 5 %: IDinvest Partners (Frankrig), Dansk Erhvervsinvestering (Danmark), Life Sciences Partners (Holland). Selskabet havde ultimo 2010 noteret 589 aktionærer på navn med 95,5 % af kapitalen. Børsintroduktionen omfattede 4,3 mio. styk med en pris på 86 DKK, og det samlede antal aktier udgør dermed 22.870.523 styk.

## Beskrivelse

Zealand Pharma fokuserer udelukkende på medicinsk anvendelse af peptider, hvilket i praksis normalt vil sige produkter til injektion og i mange tilfælde med et specifikt udviklet pen-system. Dermed adskiller selskabet sig fra den traditionelle indføringsmetode med tabletter (oral). Selskabets styrke i konkurrencen består i personalets kompetence sammen med den akkumulerede viden og teknologi. Patentbeskyttelse af rettigheder indgår som et vigtigt punkt. En afgørende vinkel drejer sig om teknologi til at frembringe peptider med lang holdbarhed i kroppen og dermed mulighed for klinisk effekt i op til et døgn, således at ubehaget ved injektion holdes nede på denne frekvens.

Profilen som innovationsbaseret udviklingsvirksomhed stiller store krav til beslutningsevnen angående udvælgelse af projekt-ideer og Stop/Go i det efterfølgende forløb. Med begrænsede økonomiske ressourcer er prioritering forud for klinisk udvikling vigtig, herunder fravalg af projektmuligheder. Generelt søger selskabet ved egen kraft at løfte en ny produktkandidat igennem klinisk Fase I og Fase IIa-udvikling, som selskabet har de fornødne ressourcer til at håndtere og med sigte på at opnå bedre finansielle betingelser ved udlicensering. Zealands R&D-indsats er således orienteret mod den indledende fase (præklinisk), og selskabets kapacitet til test i dyr (sygdomsmodeller) og vurdering af resultaterne har afgørende betydning. Zealand designer og styrer selv de videre kliniske undersøgelser i Fase I og eventuelt videre i Fase II, mens selve opgaven hermed udføres på kontrakt af en ekstern partner. Organisationer er derfor overskuelig og fleksibel. Overførsel af et frasolgt projekt til partneren foregår hver gang efter særskilt aftale. Frasalget indebærer både begrænsning på yderligere omkostninger og et skift, hvor Zealand får en mere passiv rolle, ligesom Upside potentialet begrænses. Betalingen herfor består af et up-front beløb og efterfølgende er raterne betinget af Milestones, hvor der udløses beløb i takt med den fremadskridende proces mod godkendelse. Herefter vil Zealand oppebære en royalty beregnet ud fra udbyderens omsætning af præparatet. Størrelsen heraf er hemmelig men omtales i reglen som et encifret eller lavt tocifret tal. Længden bestemmes ud fra tidspunktet for udlicensering. Vilkårene for milestones og royalty er individuelle for hvert produkt og beror således på de vurderinger som ligger til grund på aftaletidspunktet.

Segmenterne som Zealand fokuserer på er diabetes/det metaboliske område, mave/tarm og hjerte/kar sygdomme. Der er tale om afhjælpning af alvorlige helbredsproblemer uden udsigt til helbredelse og dermed livslang behandling. Volumen pr. person bliver meget stort, og markedsværdien af en produktnyhed er som konsekvens meget høj. Desuden er generisk pres efter patentudløb sjældent noget alvorligt problem pga. disse produkters specielle art. Samtidig er loyaliteten mht. produkt fra brugerens side høj vedrørende livsvigtig medicin. Netop denne struktur har været afgørende for Novo Nordisk's langsigtede ekspansion trods et basalt set gammelkendt og velafdækket sygdomsproblem inden for diabetes 1 i form af insulinprodukter. Ud fra denne basis satser NN kraftigt på diabetes 2 og råder her over GLP-1 produktet Victoza, som Lyxumia skal tage konkurrencen op med.

Erkendelsen af Diabetes 2 som sygdomstilstand har udløst et boom i aktiviteten på dette felt. Der er et stort behov for relevant medicinsk behandling på flere forskellige måder alt efter omfang og karakter af tilstanden. For Zealand indebærer det en fantastisk situation, da man

netop er placeret stærkt på dette felt. Aftalen med Boehringer Ingelheim (juni i år) om ZP2929 viser, at man herfra er parat til at sætse meget offensivt for at opnå adgang til dette spændende projekt inklusiv lignende aktive stoffer. Nu skal der for alvor skub i den sidste del af arbejdet hos Zealand (første Fase I forsøg), så ZP2929 kan overføres til videre udvikling hos den tyske koncern.

Selskabets første produkt, Lixisenatide (produkt navn: Lyxumia; varetages af Sanofi) er i den afsluttende fase omkring test og dokumentation. EU-ansøgning om godkendelse påregnes indsendt i Q4. Tilsvarende forventes en ansøgning hos FDA i USA indleveret i andet halvår 2012. Yderligere arbejdes med et koncept som kombinationspræparat med Lantus, der er Sanofis førende diabetesprodukt og et af verdens mest solgte, hvilket vil udgøre et stærkt oplæg. Test indledes i 2013 vedrørende et færdigt kombinationspræparat med en pen til injektion. Indtjeningspotentialet er meget stort for Zealand. 2020 er tidsgrænse for patent-retighederne, hvilket formentlig vil blive forlænget, og royalty fra salget løber i 10 år. I første omgang drejer det sig dog om udløsning af milestone betalinger. Betingelserne herfor kendes ikke. Vi formoder, at der allerede i indværende år vil tilgå et væsentligt beløb herfra i forbindelse med indsendelse af ansøgning i Europa eller afslutning af fase III.

Et nyt diabetes-projekt er indledt i år med Sanofi, men ikke desto mindre blev det Boehringer Ingelheim (som samarbejder med Eli Lilly), der har købt rettighederne til ZP2929 mv. Prisen herfor er meget gunstig for Zealand, og overdragelsen fandt sted langt tidligere end man havde skitseret. Årsagen må findes i stor iver fra branchens side for at få fingre i de mest attraktive projekter inden for diabetes 2, hvor accelereret udviklingsindsats indebærer længere effektiv tid med patent og dermed stor gevinst i værdi. Stoffet har 18 års beskyttelse. En forventet dobbeltvirkning med fedme som supplerende vinkel øger stoffets effekt, da høj vægt belaster kroppens stofskifte. Mave/tarm sygdomme omfatter to projekter. ZP1846 er overdraget til Helsinn, der søger at udvikle et lægemiddel med virkning mod diarré opstået som følge af kemobehandling. Beskyttelsen i tid rækker til 2026. For egen regning udforskes ZP1848 med kroniske former for infektionstilstand i tarmsystemet som emne, herunder Crohn's. Konceptet består i en vedvarende, forebyggende behandling for at styrke vævet i tarmen og således mindske påvirkningen af de gentagne sygdomsudbrud. Hjerne/kar omfatter ZP1480 som søges udnyttet mod nyresvigt efter store operationer. Rettighederne hertil udløber allerede i 2019. Selskabet action pharma driver projektet og skal honorere Zealand i henhold til en aftale herom. Stoffet danegaptide (ZP1609) er af Pfizer (oprindeligt Wyeth) blevet returneret til Zealand som følge af en prioriteringsbeslutning. Udvikling skal derfor genoptages i eget regi eller organiseres via et samarbejde med et andet medicinalfirma, dvs. pt. en uklar situation.

## Fremtidsudsigter

Selskabet står nu på to ben med hensyn til indtægter, nemlig Lyxumia og ZP2929. De øvrige aftaler og produkter har pt. begrænset økonomisk værdi pga. usikkerhed og behov for indsats af ressourcer, hvorved det vil tage tid at afklare og oparbejde sikker værdi her. Dog er ZP1846 nået fase II hos Helsinn, og dermed stiger værdien af de udestående milestones for dette produkt.

Diabetes 2 produkter er således det afgørende virkefelt, og medicinalbranchens store interesse netop her udgør en særdeles gunstig situation for Zealand. Lyxumia er i den afsluttende dokumentationsfase hos Sanofi. Indsendelse til godkendelse i Europa påregnes i Q4, hvilket skal følges op af ansøgning i Japan medio 2012 og USA i andet halvår 2012. Fase III undersøgelse af et færdigt kombinationspræparat bestående af Lantus og Lyxumia skal indledes i 2013, men såfremt godkendelsen som monoterapi er på plads og da anvendelse i fri kombination med Lantus allerede er dokumenteret, burde denne dokumentation ikke blive vanskelig at opnå. Zealand er sikret 10 års royalty fra lanceringstidspunktet, og salgsudviklingen bliver derfor afgørende for indtjeningen. Produktet tegner lovende men skal tilkæmpe sig en position i et marked, hvor andre udbydere allerede er aktive med lignende produkter (GLP-1), nemlig Victoza (Novo Nordisk) og Byetta (Amylin/Eli Lilly). Sidstnævnte anvender to injektioner pr. døgn og har ikke noget pen-system i modsætning til Victoza og Lyxumia. Hertil kommer relationen til grænseområdet med tabletbehandling af diabetes 2, der omfatter mange produkter. Da denne sygdomstilstand er permanent med tendens til forværring over tid, placerer Lyxumia sig i den tunge ende af skalaen til mennesker med behov for effektiv og mere præcis dækkende behandling. Partneren Sanofi er en medicinalvirksomhed i topklassen, der råder over en meget stor salgsorganisation, og diabetes er et segment, der prioriteres højt af ledelsen. Indtrængningskurven kan derfor blive stejl.

I første omgang vil der i takt med færdiggørelsen blive udbetalt milestone rater (rest-rammen er på 195 mio. USD + 40 mio. USD for mulige tilføjelser, som ikke er påbegyndt). Selskabet har ikke offentliggjort nogen detaljer, og gentagne gange understreges det, at tidspunkter ikke på forhånd kan fastlægges. Det er vores vurdering, at der i indværende år vil indtræde en sådan milestone af markant størrelse i forbindelse med de afsluttende tests og indsendelse af ansøgning om EU-godkendelse. Af disse indtægter såvel som den efterfølgende royalty ud fra selve salget af produktet skal Zealand afgive en betaling til to parter fra projektets tidlige fase, nemlig Elan Corporation plc. og Bjarne Due Larsen. Nutidsværdien af Lyxumia er umulig at vurdere, men dimensionen forekommer at kunne blive meget stor set i forhold til Zealands børsværdi. I første omgang gælder det dog fortsat om med succes at afslutte R&D-projektet.

ZP2929 har en særdeles lovende profil som dobbeltvirkende angående sukkerstofskiftet og en positiv egenskab rettet mod fedme. Overdragelsen til Boehringer Ingelheim fremkom langt tidligere end påregnet, og aftalen forekommer særdeles gunstig for Zealand. De sikre indtægter over to år, der også udgør en form for betaling for den allerede afholdte indsats, er på 305 mio. DKK. Cirka 150 mio. DKK heraf indgår i den reviderede guidance for indtægter i 2011. Sikring med patent er meget lang (2029), og de samlede milestones kan i bedste fald løbe op i 2,8 mia. DKK. Projektet forventes overført til den tyske koncern i løbet af 2012. En plan for Fase I undersøgelser skal først udarbejdes. Dette skift vil frigive ressourcer hos Zealand, der så for alvor kan tage fat på projekter med andre mulige lægemiddel-kandidater af lignende art, som samarbejdsaftalen også omfatter. En aftale med Sanofi blev tidligt på året indgået for et helt

nyt diabetes 2 projekt, som vil følge sit eget spor. Yderligere indsats på diabetes 2 for egen regning forekommer ikke sandsynlig, da risikospredning og hensyn til samarbejdspartnerne tilsiger en drejning.

Mave-/tarmsygdomme og dermed stofskiftet på en anden måde er den oplagte mulighed for en sådan drejning og ny fokus. Det hører dog til Zealands positive egenskaber, at man er fleksibel og parat til at satse kraftigt på produkt-ideer, uanset hvor de dukker op. Derfor kan næste lægemiddelkandidat overraske. Tempoet har hidtil været 18 måneder i gennemsnitlig tid for start på hvert nyt seriøst projekt (IND: Investigational New Drug), men den slags er umulig at projicere. Foreløbig drejer egen indsats sig om ZP1848 med en mulig positiv effekt på tarmvævet for herigennem at afbøde kronisk tilstand af betændelse. Det drejer sig primært om Crohn's, der er en livslang lidelse uden nogen effektiv behandling. ZP1848 udforskes for at kunne medvirke til at forebygge udbrud og reducere omfanget, dvs. en permanent behandling.

Segmentets andet igangværende projekt, ZP1846, varetages af Helsinn og fokuserer på afhjælpning af diarré opstået pga. kemobehandling. Projektet er dermed ude af hænderne på Zealand imod mulighed for i alt 140 mio. EUR i milepælsbetalinger og salgsroyalties. Samme stilling gælder i hjerte/kar segmentet for ZP1480, der er modificeret ved hjælp af Zealand Pharmas kompetencer, men som ejes og udvikles af selskabet action pharma til brug mod akut nyresvigt i forbindelse med store operationer. Zealand kan kun håbe på det bedste og har udelukkende upside potentiale, men man kan få returneret rettighederne, såfremt de opgives af de to selskaber pga. skuffende data eller beslutning ved mangel på penge. Stop eller genoptagelse i eget regi skal så besluttes.

En sådan situation er opstået for det sidste af de igangværende projekter, danegaptide (beregnet mod hjerteflimmer eller anden hjertelidelse). Stoffet er blevet tilbageleveret af Pfizer efter dets overtagelse af Wyeth. Fremtiden skal afgøres og en partner vil være kærkommen, da projektet er nået ind i Fase II. Pfizer's stop ser ikke ud til at være begrundet i mangel på positive data men som konsekvens af en omfattende revurdering af hele R&D-porteføljen i en tid med krav om fremgang i indtjeningen. Zealand skal nu selv vurdere potentialet og afsøge mulighederne for at finde en ny partner, da man næppe selv vil satse på de dyre Fase II undersøgelser. Ultimativt må stoffet helt opgives.

Økonomisk er omkostningerne det mest forudsigelige. Indeværende år har en ramme på 170 mio. DKK, og realistisk set vil næste år kræve endnu større indsats pga. ZP2929. Vores skøn er 190-200 mio. DKK. Indtægter fra ZP2929 er eneste kendte sikre del med 305 mio. DKK over to år (aftalen indgået i juni i år), og en del vil derfor først indgå i 2013. Andelen for 2011 påregnes at blive 150 mio. DKK. Cash Burn er således begrænset til højst 20 mio. DKK i år og formentlig 75 mio. DKK i 2012. Meget store indtægter fra milestones for Lyxumia må imidlertid formodes udløst som følge af den godkendelsesprocedure, der forventes sat i gang. Tidspunkt og størrelse kendes dog ikke. Den resterende ramme for milestones er på 195 mio. USD, svarende til ca. 1.075 mio. DKK. Vores gæt er, at en færdig EU-godkendelse vil udgøre ca. 35 % heraf, dvs. 375 mio. DKK som vil blive udbetalt i løbet af 2011 og 2012. Indsendelse af godkendelsesansøgning i USA vil ligeledes udløse en milestonebetaling i 2012. Derimod kommer betalinger for kombinationsudgaven med Lantus først senere på grund af et specifikt godkendelsesprogram herfor. En del af den samlede ramme for milestones relaterer sig til det faktiske salgs forløb og dermed et senere tidspunkt for betaling. De specifikke kontraktvilkår er ikke kendt offentligt, men punktet med et afgørende "Grønt Lys" er ved at være nået for Lyxumia og dermed betydelige indtægter ret forude. Cash reserven udgjorde pr. 30-06-2011 446 mio. DKK. Sammen med de sikre ZP2929-indtægter (170 mio. DKK) dækker det udgifterne 3 år frem. Ved en EU-godkendelse vil Zealand pludselig fremstå som overskudsgivende og dermed bedre i stand til selv at bære fremadrettet R&D-satsning. Positiv indkomst vil betyde adgang til aktivering af skatteværdien af de akkumulerede underskud (168 mio. DKK).

## Aktien som investering

Medicinske udviklingsselskaber betragtes normalt som risikofulde henset de lange tidsforløb og lav sandsynlighed for et positivt udfald. Zealand er med 12 års aktivitet bag sig nu nået frem til den første målstreg med positiv afslutning for Lyxumia. Værdien af produktet vokser i takt med passage af milestones, idet disse potentielle indtægter bliver sikre. For Zealand vil en godkendelse af produktet være en markering af dets præstationsevne inden for peptider, og samtidig er der udsigt til løbende indtægter i de næste 10 år. Indtægterne vil give ledelsen større ro og handlefrihed fremover, og det øger tilliden til selskabets formåen som en sidegevinst (goodwill).

Aktien må forventes at kunne opnå et væsentligt løft i værdi ved fremkomst af en EU-godkendelse som første skridt. Japan er også med i front. Om et år skal det udvides med USA, og resten af verden vil følge efter. Produktets evne til at klare sig salgsmæssigt i konkurrencen er det næste spørgsmål, og her påregner vi en dygtig salgsindsats fra Sanofi for at indhente Victoza's forspring. Dette produkt har haft en imponerende indgang på markedet og er passeret 1 mia. USD i omsætning. En separat godkendelse som kombinationspræparat med Lantus vil kunne få fordel af dette produkts stærke stilling på markedet.

Opmærksomheden angående nyheder må nu forventes at fokusere på Lyxumia, mens ZP2929 træder i baggrunden for en tid. De øvrige produkter må afvente eventuelle nyheder fra R&D-forløbet, men det er en langstrakt proces. Investorenes interesse vil nok samle sig om spørgsmålet angående den fremtidige retning for udviklingsindsatsen, og om omfanget heraf vil indebære plads til udbyttebetaling. Balancen mellem penge ind og ud af et selskab er et basalt tillidspunkt, hvor ledelsen viser sin sande holdning til ejernes kapitalindsats.

Hvis pengene beholdes inde i selskabet med udsigt til at blive formøblet over et kortere eller længere åremål ved større udviklingsprogrammer, vil aktien tabe sin attraktionsværdi. Tilliden forsvinder.

Mio. DKK	Grundlagt	Fokus	Ansatte	Kurs	Børsværdi	EK	Immateriel	Cash	Indtægter	Udgifter	Børsafkast
Zealand Pharma	1998	Peptider	89	50,0	1.143	462	0	446	87	196	-30
Bavarian Nordic	1994	Vacciner	377	40,7	1.052	1.276	132	583	314	788	-80
Genmab	1999	Kræft	187	31	1.392	881	0	1.286	582	742	-53
NeuroSearch	1989	CNS	199	21,7	526	847	639	352	69	397	-78

Balancetal er pr. 30-06-11.

Indtægter/Udgifter er for 2010 (12 måneder).

Børsafkast i % for indeværende år.

Aktiens performance har været væsentligt bedre end de øvrige danske selskaber inden for medicinsk udvikling, hvilket må tilskrives nyheden om den lukrative ZP2929-aftale og et begrænset frit flow af aktier. De andre selskaber har gennemført gentagne aktietegninger med udvanding og belastning af aktionærernes tålmodighed. Potentialet udhules herved for en sådan dynamisk high risk/return placering, og investorerne skuffes.

Med begrundet forventning om en positiv afslutning for det første Zealand-produkt og overgang til status som et markedsført lægemiddel med stort markedsgrundlag peger pilen i positiv retning. Indtægterne herfra skal udgøre grundlaget for de næstkommende projekter. Det vil i løbet af et par år give plads til start af udbyttebetaling. Returnering af penge i form af udbytte i de kommende år vil for alvor kunne placere aktien som en anerkendt High Tech virksomhed, der samtidig aktivt satser en betydelig del af sin indtjening på nye produkter.

Børsværdien af Zealand er ved kurs 50 nede på 1.143 mio. DKK. Tallet skal sammenholdes med egenkapitalens bogførte værdi på 462 mio. DKK, og de likvide beholdninger som udgør 446 mio. DKK. Hertil kommer så værdien af skattemæssige underskud på 168 mio. DKK. Differensen op til børsværdien kan betragtes som markedets pt. gældende vurdering af produkternes værdi, dvs. ca. 600 mio. DKK efter skat og dermed 800 mio. DKK beregnet før skat. Aktiens pris indregner således kun en meget beskeden værdi for produkterne.

Vi ser Zealand som en high risk/return situation med afklaring af godkendelserne i løbet af det kommende 1-2 år for Lyxumia. Selskabets beskedne størrelse betyder stor elastik opad i tilfælde af succesfuld afslutning og udrulning som lægemiddel af dets opbyggede R&D projekter. Zealand er derfor en særdeles spændende aktie. Tidshorizonten betyder, at aktien af natur er langsigtet, men med slutspurten i de kommende måneder er en afklaring nær og kortsigtet står aktien derfor i en Enten-Eller situation med "positiv Bias", dvs. upside.

## Regnskabstal Zealand Pharma

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
Indtægter	3	60	56	25	87	150	475
R&D udgifter	97	105	88	93	151	135	160
Administration	13	18	16	17	40	35	40
EBIT	-	-63	-45	-81	-109	-20	275
Res. før og efter skat	-	-55	-34	-76	-105	-15	295
Balance	311	263	225	159	451	420	725
Likvider	312	246	210	145	433	400	675
Immaterielle aktiver	-	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	297	242	209	133	407	390	675
Antal ansatte	62	70	68	69	72	90	95
Antal aktier mio. styk	-	17,7	17,7	17,7	22,9	22,9	22,9
Res. Pr. aktie DKK	-7,5	-3,2	-2,1	-4,5	-5,9	-0,7	12,9
Udbytte i DKK	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi i DKK	-	13,7	11,8	7,5	17,8	17,0	29,5

NB: Milestone betalinger for Lyxumia estimeres af Aktieinfo til 375 mio. DKK og placeres i 2012.



## **Forbehold og ansvarsfraskrivelse**

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Zealand Pharma, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer aktier i Zealand Pharma på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.