

## Konklusion

Virksomhedens aktivitet er opfindelse og udvikling af lægemidler, baseret på peptider. De sygdomme, som søges behandlet med sådanne nye lægemidler, ligger primært i det kardio-metaboliske segment, fx type 2 diabetes. Interessen i medicinalindustrien for diabetes er stor, hvilket giver Zealand Pharma en gunstig position. Det første produkt, Lyxumia, blev godkendt i Europa, Japan og en række oversøiske lande i 2013 og globale markedsføringsrettigheder har licensindehaveren Sanofi. Anmodning om godkendelse i USA forventes indleveret i sommeren 2015 efter afslutningen af et stort program til afdækning af produktets kardiovaskulære sikkerhedsprofil. Ud over anvendelse som enkeltstående produkt udvikler Sanofi også Lyxumia i en fast-ratio (præmikset) kombination med virksomhedens store insulinprodukt Lantus. Dette kombinationsprodukt, LixiLan, kan vise sig at blive særdeles vellykket. Lantus er nemlig verdens mest anvendte insulinprodukt, og en kombination med Lyxumia har vist komplimentære, positive egenskaber for en række brugere, hvilket må kunne føre til stor og hurtig udbredelse.

Generelt samarbejder selskabet med store medicinalsekskaber om udvalgte produktkandidater. Man varetager som udgangspunkt selv indsatsen i udviklingsprojekternes indledende trin og indgår så aftaler med store kommercielle partnere. Hensigten er at udvide omfanget af egen indsats i takt med en forventet styrkelse af økonomien gennem indtægterne fra det første produkt, Lyxumia.

Ud over indsatsen inden for diabetes, der også har relevans for fedme, omfatter de kendte igangværende kliniske lægemiddelprojekter peptider til anvendelse mod diarré forårsaget af kemoterapi, akut nyreskade, skader på vævet i hjertet efter blodpropper og en som mulig behandling af kroniske inflammatoriske tarmsygdomme.

Betragtet som investering er Zealand Pharma spændende i kraft af det operationelle upside-potentiale. Hvis udviklingsarbejdet fører til succesrige produkter, vil indtægterne kunne blive særdeles store set i forhold til børsværdien på 1,6 mia. kr. Selskabet er placeret gunstigt i nichen for type 2 diabetes. Her foregår en dynamisk udvikling med interesse for at dække det stærkt voksende behandlingsbehov. Diabetes kendetegnes ved at være livsvarig, altså et stort salg per person og stor loyalitet over for produktet, da skift minimeres. Selskabets tekniske ekspertise og præstationsevne i det tidlige udviklingsarbejde er trumfkortet. Det langstrakte tidsmæssige forløb frem mod markedsføring indebærer, at man som investor bør betragte aktien som en langsigtet placering, dvs. med en horisont på over to år. Samtidig indebærer karakteren i virksomheden, at risikoprofilen må anses for høj, herunder at der kan indtræffe uventede problemer, forsinkelser eller hændelser i udviklingsforløbet samt i registreringsfasen for et nyt produkt. Desuden er selskabet udsat for konkurrence fra andre selskabers produkter af lignende art eller med tilsvarende virkning som en udefrakommende risikofaktor.

### Anbefaling:



Aktuel Kurs: 70,5

Kort sigt: Køb

Børs: MidCap indekset

Langt sigt: Køb

Markedsværdi: 1.635 mio. DKK

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 60 - 90

Antal aktier: 23,193 mio. styk

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 100 - 125

Næste regnskab: 21-08 Q2-regnskab

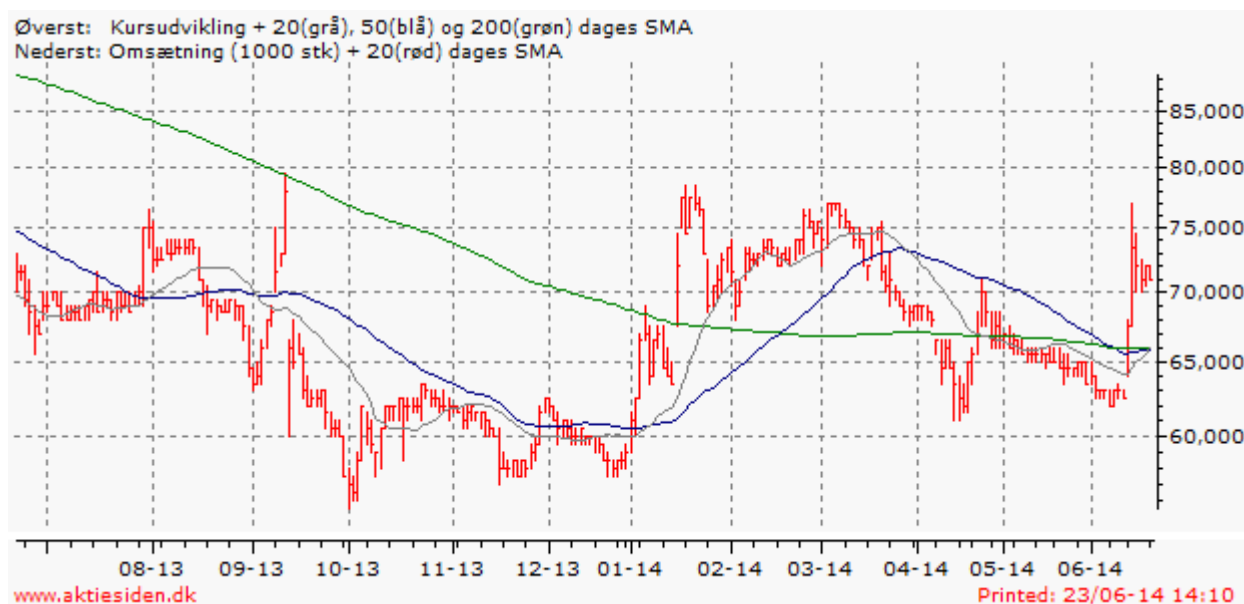
Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved kurs 69



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I Q1-rapporten fastholdes rammerne for den forventede økonomiske udvikling. Udgifterne i 2014 ansættes til 200-210 mio. kr. En milepælsbetaling på 81 mio.kr. er opnået i Q1, og 15 mio. kr. er sikret i Q4. Ekstra beløb afhænger af fremdriften hos partnerne. Royalty fra salg af Lyxumia vil ligeledes indgå. Den likvide reserve opgøres til 350 mio. kr. Ledelsen udtrykker tilfredshed med projekternes forløb.

1-års kursgraf:



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj: 78

Lav: 56,5



## Muligheder

Lyxumia skal vise sin styrke på markedet, herunder opnå godkendelse i USA som enkeltstående produkt og i en fast kombination med Lantus. 2017 kan derfor blive året med et stort ryk i salget. Sanofi's salgsevne bliver afgørende. Selskabets indsats i de næste projekter udgør den faglige udfordring. Der findes mange interessante projektmuligheder, og dygtighed i det tidlige udviklingsarbejde kan tilføje nye peptider med stor potentiel værdi. Indgåelse af samarbejde med partnere for nogle af selskabets egne projekter vil have stor positiv betydning økonomisk og mindske risikoen.

## Risici

Produkternes sikkerhedsprofil udgør generelt den største risiko. Godkendelse af Lyxumia i USA venter på data fra en stor undersøgelse. Kombinationen af Lyxumia med Lantus kan vise sig at blive vigtigere end brug solo. Evnen til at konkurrere med Victoza (Novo Nordisk) er den største markedsmæssige udfordring. Selskabets aktivitet med de næste lægemiddelkandidater indebærer store risici, herunder muligheden for frasortering undervejs pga. manglende effekt eller bivirkninger. Faglig dygtighed og beslutningskompetence er vigtig i R&D-arbejdet. Evnen til at indgå aftaler om partnerskab på gunstige vilkår er også et centralt punkt pga. selskabets begrænsede ressourcer.

## Facts om Zealand Pharma

- Zealand Pharma er en farmaceutisk forsknings- og udviklingsvirksomhed (etableret i 1998) med særlig ekspertise inden for ny medicin baseret på peptider. I reglen indgives peptid-lægemiddel via injektion med penne.
- Sygdomsområderne, der er fokus på, ligger inden for det kardio-metaboliske område suppleret af andre udvalgte sygdomme, hvor peptidbaseret medicin har relevans og potentiale for at kunne færdigudvikles. Der er tale om nye former for medicinsk behandling.
- Kompetencer hos selskabet: førende i opgaver med identificering og vurdering af relevante sygdomsforhold set i relation til muligheden for at benytte modificerede peptider til behandling heraf. Man besidder stor teknisk dygtighed inden for udvikling af robuste peptider, der besidder forbedrede lægemiddelegenskaber (effekt og forlænget virkningstid).
- Struktur for deltagelse i udviklingsarbejdet (faser): Selskabets styrke ligger i det prækliniske og tidlige kliniske stade. Generelt søges projekter med nye lægemiddelkandidater gennemført for egen regning til og med klinisk proof of concept (bevis for effekt i mennesker, fase 2a). Eksterne partnere kan dog blive inddraget tidligere i forløbet. Det optimale tidspunkt for indgåelse af partnerskab vurderes løbende for hvert projekt. Beslutningen træffes under hensyn til selskabets begrænsede økonomiske ressourcer og ønsket om en afvejning af risikoen. I takt med en forventet styrkelse i de kommende år af de økonomiske ressourcer takket være indtægter genereret af Lyxumia påregnes projekterne fastholdt længere frem. Værdiskabelsen skal optimeres, og den vokser (i lighed med det akkumulerede beløb i indsats) kraftigt for hvert trin fremad. Her vil antallet af projekter dog også have betydning (hensyn til spredning på flere projekter og sygdomsområder).
- Selskabet beskæftiger jf. det senest oplyste 91 medarbejdere. Aktiviteterne er samlet i Glostrup.
- Økonomiske hovedtal pr. 31-03-2014: likvid reserve 350 mio. kr. og egenkapital 345 mio. kr. Der er ikke bogført værdi for immaterielle R&D-aktiver. Det samme gælder for skatteværdien af de akkumulerede underskud, hvor der findes en ikke-bogført reserve vedrørende fremtidig besparelse i skat svarende til 173 mio. kr. (ultimo 2013).
- Foreløbige resultater: GLP-1 produktet Lixisenatid (produkt navn uden for USA: Lyxumia) beregnet til behandling af type 2 diabetes blev godkendt i EU i 2013 og lancering finder sted i stadig flere lande. Japan godkendte produktet i juni 2013. Ansøgning om godkendelse i USA afventer færdiggørelse af en stor undersøgelse. Sanofi har rettighederne til produktet.
- Pipeline (produktkandidater): LixiLan, der er en kombination i et fast forhold mellem Lixisenatid og Lantus, vil blive benyttet i et pennesystem til behandling af insulinkrævende type 2 diabetes – partner er Sanofi; danegaptid til forebyggelse af vævsskader i hjertet – i fase II Proof-of-Concept-udvikling for egen regning efter tilbagelevering fra Pfizer (Wyeth før fusion); ZP2929 rettet mod diabetes/fedme – ingen partner længere, idet Boehringer Ingelheim er trådt ud af dette projekt (fremtidig indsats vurderes); Elsigliutid til forebyggelse af diarré som følge af kemoterapi – partner er Helsinn Healthcare; ZP1480 til akut nyresvigt – partner er AbbVie (tidligere kendt som Abbott); ZP1848 til inflammatorisk tarmsygdom (en partnerskabsaftale ønskes indgået før yderligere indsats gennemføres, dvs. en vente-situation).
- Andre aftaler: Aftalen med Boehringer Ingelheim omfatter adgang til en anden glukagon/GLP-1 produktmulighed i stedet for ZP2929. En aftale med Eli Lilly er indgået i 2013 om udvikling af diabetes/fedme produktkandidater. Selskabet deltager i det europæiske samarbejde med navnet Venomics Konsortiet. I juni 2012 indgik selskabet et samarbejde med Protagonist Therapeutics Inc., Californien, angående identificering af nye terapeutiske peptider, hvor dette selskabs teknologiske platform kan udnyttes. Yderligere er der i juni 2013 indgået aftale om et samarbejde med det amerikanske selskab D.E. Shaw Research, der behersker en interessant teknik inden for molekylærdynamisk simulering, og denne nye metode påregnes anvendt i de eksisterende peptid-projekter.
- Ledelse: David Horn Solomon (Adm. direktør), Mats Blom (Økonomi), Torsten Hoffmann (Forskning og udvikling), Agneta Svedberg (Operationelle opgaver), Arvind Hundal (Partneraktiviteter).
- Ejerforhold: Sunstone BI Funds and Life Science Venture Fund, Danmark, 25,7 %, LD Pension, Danmark, 11,3 %, Innovation Capital, Frankrig, 11,0 %, LSP, Holland, 5,5 %, A/S Dansk Erhvervsinvestering 5,2 %. Selskabet havde pr. 14-03-2014 4.526 navneregistrerede aktionærer (ultimo 2012: 1.925), der samlet holder 91 % af aktiekapitalen. Omkring 60 % af aktierne ejes af danske investorer.

## Virksomhedens arbejdsmetoder, kernekompetencer og projekthåndtering

Selskabets styrkeposition bygger på viden og kompetencer i et koncentreret virkefelt bestående af peptider med mulig anvendelse som medicinsk behandling. Man har 15 års erfaring bag sig. De første godkendelser i 2013 af Lixisenatide (Lyxumia) dokumenterer tydeligt udfordringen omkring den tidsmæssige udstrækning og dermed kravet til at kunne bære en stor økonomisk satsning, før indtægter kan opnås.

Naturligt forekommende peptider nedbrydes meget hurtigt i kroppen (ofte i løbet af få minutter), og det er derfor vigtigt, at terapeutiske peptider modificeres til at have en tilfredsstillende virkningstid til at kunne anvendes som daglig eller ugentlig dosering. Tilvejebringelse af peptider med sådanne egenskaber er et af selskabets faglige kompetence-områder.

Indgangsvinklen er start fra nulpunktet baseret på ideer og hypoteser om nye mulige lægemidler, hvor der naturligvis tages hensyn til de udækkede patientbehov, som kan identificeres. Selskabets styrke ligger i de indledende trin i udviklingsarbejdet, hvilket indebærer vigtighed af sorteringsprocessen (Stop/Go-on beslutninger), således at man fastholder de absolut bedste projekter og kan anvende sine ressourcer effektivt. Dette udskillelsesløb fortsætter efter den prækliniske fase. Negative udfald i det videre arbejde med et projekt er således ikke nogen undtagelse. På det punkt råder selskabet dog over et par fordele: dels er peptider naturligt forekommende og nedbrydes til naturlige biologiske byggesten, nemlig aminosyrer (dvs. relativt sikre i forhold til kroppen), dels er der få konkurrenter i denne niche, og endelig har man oparbejdet gode kvalifikationer i testarbejdet med dyreforsøg, der giver mulighed for en høj rate af rigtige beslutninger angående det videre projektforbud.

Med en organisation på knapt 100 medarbejdere og et budget for udgifterne på rundt 200 mio. kr. om året er man nødt til at indgå aftaler med store medicinalsselskaber omkring den videre udvikling, når de første trin er klar med et positivt forløb. Hensigten er generelt at indgå sådanne aftaler for et projekt, når der er opnået Proof of concept (fase 2a). Efter en overdragelsesfase kommer projektet over i hænderne på partneren, men det er hensigten fra Zealand Pharmas side at fastholde en andel i det videre udviklingsforløb for dermed at kunne maksimere selskabets værditilvækst. Det vil dog kræve en større økonomisk indsats fra Zealand Pharmas egen side, hvilket forventes at blive muligt takket være de kommende indtægter fra salget af Lyxumia og LixiLan. Selve salget efter endelig godkendelse af et produkt afhænger af den pågældende partners evne og slagkraft. Milepælsbetalinger udgør nøglepunktet for økonomien igennem de langstrakte udviklingsforløb, men det er umuligt at budgettere størrelse og tidspunkt, da betingelser skal opfyldes. Hertil kommer dog indtægter baseret på projektarbejde, hvor udgifter dækkes helt eller delvis af en samarbejdspartner. Denne usikre struktur for indtægterne indebærer, at det er afgørende at råde over et godt finansielt beredskab til at dække udgifterne i perioder med lave eller forsinkede indtægter. I takt med at det første produkt opnår afsætning, vil der herfra komme løbende royalty-betaling. Det må i løbet af nogle år kunne give en så stor forbedring, at det såkaldte "cash burn" bliver en undtagelse fra reglen om positiv indtjening. Men dette punkt er endnu ikke nået.

Selskabet er afhængig af få projekter, og med tiden skal der helst udvikles flere og flere (spredning). For nærværende er der tre partnerdrevne produktprojekter og tre produktkandidater i eget regi. Hertil kommer så to udviklingsopgaver for hhv. Boehringer Ingelheim og Eli Lilly. Disse to selskaber har i øvrigt et delvis samarbejde inden for type 2 diabetes medicin.

Ambitionen for tempo og omfang af projekternes fremdrift er, at der hvert år skal opnås to skift i de såkaldte faseforløb frem mod godkendelse. Samtidig prøver man at udvide virkefeltet med mindst et nyt virksomt stof (lægemiddelmulighed) hvert andet år.

## Udviklingen for det mest fremskredne produkt lixisenatide (Lyxumia)

Produktet (GLP-1) er nu godkendt i mere end 40 lande, hvor EU og Japan repræsenterer de største markeder. I USA forventes en registreringsansøgning at kunne indleveres igen i sommeren 2015 efter afslutning af undersøgelser angående kardio-vaskulær påvirkning. For kombinationen LixiLan med et fast forhold mellem Lyxumia og Lantus forventes en registreringsansøgning at kunne indsendes i slutningen af 2015. Der benyttes et pennesystem til begge produkter.

Målgruppen er type 2 diabetikere med fremskreden udvikling af sygdommen. Forløbet af type 2 diabetes er i reglen en gradvis forværring og livslangt behov for behandling med medicin, der skal være stadig mere effektiv. Mange personer ender derfor med et behov for insulin, og her er produkter med lang virkningstid relevante. Sanofi's insulinanalog Lantus har denne egenskab og er det mest solgte insulinprodukt overhovedet. LixiLan kan derfor vise sig at blive en god kombination, og salget kan opnå fordel af den etablerede styrke for Lantus som produkt. Anvendelse på individuel basis af Lyxumia og et insulinprodukt hver for sig er også en mulighed, der dog i de fleste lande afhænger af en recept hos lægen på begge produkter.

Virkingen af Lyxumia er dels en forbedring af kroppens evne til at afgive insulin og dels en positiv indvirkning på stofskiftet, der forenklet udtrykt sættes ned i tempo, og herudover er der en direkte effekt på mavesækkens tømning, der medvirker til at reducere stigningen i

blodsukkeret lige efter et måltid, hvilket er positivt. Yderligere indtræder der en påvirkning med hurtigere mæthedfølelse. GLP-1 produkter ser således ud til at kunne reducere brugerens vægt i modsætning til insulin, der normalt fører til øget kropsvægt.

GLP-1 er som kategori af type 2 diabetes medicin forholdsvis ny. Udbredelsen har udviklet sig hurtigt, da produkterne repræsenterer en forbedring af markant betydning og de første til at tilbyde et betydeligt vægttab. Lyxumia blev lanceret med start i marts 2013. Det absolut største konkurrerende produkt er Victoza fra Novo Nordisk, der i Q1 2014 opnåede en omsætning på 2,9 mia. kr. og en markedsandel på hele 71 %. Den samlede størrelse af markedet (ab fabrik) ligger pt. på ca. 16 mia. kr. om året. Væksten udgør ca. 10 % pr. år, og GLP-1 produkter er nået op på en andel på 6,9 % af det totale marked for diabetes (type 1 og type 2). AstraZeneca er ligeledes konkurrent efter overtagelsen af selskabet Amylin, der udbyder produkterne Byetta og Bydureon. Senest har Glaxo fået godkendt produktet Tanzeum (1 gang ugentlig) i USA. Eli Lilly er også på vej med en GLP-1, og dermed vil denne store udbyder inden for type 1 diabetes altså også satse på type 2 behandling for alvor.

Antallet af personer med type 2 diabetes anslås til 382 mio. på verdensplan, og den årlige stigning estimeres til 10 mio. i de næste 20 år. Interessen i medicinalindustrien er derfor stor for at opnå en solid position i dette vækstmarked. For Zealand Pharma indebærer det en særdeles god placering med lettere adgang til interesserede partnere for nye projekter end i andre segmenter inden for medicinsk udvikling.

Der er fortsat mulighed for milepælsbetalinger, men den langsigtede værdi af Lyxumia skal komme fra royalty baseret på Sanofi's salg. Beregningsreglen herfor er ikke kendt men angives til at være et gradvist stigende, lavt dobbeltcifret procenttal, dvs. over 10 %. Der indgår dog også begrænsninger. For LixiLan modtages et fast lavt tocifret procenttal. Tidsmæssigt er rammen generelt begrænset til 10 år fra introduktionen på markedet, og derfor er det vigtigt med en hurtig udrulning af salget. Spørgsmålet om værdien er dels en vurdering af det samlede markeds størrelse og udvikling fremover, og dels en vurdering af Lyxumia's markedsandel samt en korrektion for det forsinkede forløb med godkendelse og lancering i USA. Dimensionen af hele GLP-1 markedet set 10 år frem er formentlig en vækst op til 30-40 mia. kr. i årlig omsætning. Med styrken fra Lantus i ryggen burde afsætningen kunne udvikles til en pæn markedsandel uagtet Victoza's forspring og konkurrencen, hvor en håndfuld produkter kommer i indbyrdes kamp.

## Andre diabetes/fedme aktiviteter

Selskabet har to samarbejdsaftaler med henholdsvis Boehringer Ingelheim og Eli Lilly. Førstnævnte er dog blevet ramt af et afbræk, idet den første produktkandidat, ZP2929, trods et lovende oplæg er blevet fravalgt af Boehringer Ingelheim, hvorfor der nu skal identificeres et andet stof med de ønskede egenskaber og dermed startes forfra igen. Til gengæld har Zealand Pharma fået leveret projektet tilbage og kan således selv fortsætte udviklingen for egen regning. Potentialet i ZP2929-aftalen var særdeles lovende, så det er en skuffelse.

Aftalen med Eli Lilly er den nyeste, og kortene holdes ind til kroppen ud over at det oplyses at dreje sig om diabetes/fedme. Angiveligt er der tale om en form for partnerskab i udgangspunktet, hvilket må formodes at dække over udsigt til en mere præcis aftale på et senere tidspunkt for specifikke lægemiddelkandidater, når der måtte fremkomme et konkret behov for en sådan aftale for en produktmulighed.

## Andre projekter hos eksterne partnere

To projekter varetages af andre medicinalsselskaber, og begge skrider frem i tilfredsstillende grad. Helsinn, Schweiz, udvikler Elsiglutide med henblik på afhjælpning af problemer med diarré i forbindelse med kemoterapi. Der er tale om et vigtigt fremskridt, såfremt det kan sikres, da der er tale om livstruende sygdom, hvor behandlingen pga. bivirkningen diarré ofte må indskrænkes og dermed forsinkes.

Det andet projekt drejer sig om stoffet ZP1480. Målet er forebyggelse af akut nyreskade ved store operationer. Partneren er AbbVie (Abbott), der har købt produktet fra Action Pharma. Dette ejerskifte fra et lille selskab til en stor medicinalkoncern øger sandsynligheden og tempoet for færdiggørelsen og dermed forbedres den potentielle økonomiske værdi for Zealand Pharma.

## Projekter for egen regning og den prækliniske portefølje

Selskabet har i eget regi tre produktkandidater, som er nået ind i klinisk udvikling. Det er dels den omtalte, tilbageleverede ZP2929, der endnu ikke er afklaret omkring det videre forløb. Det mest fremskredne projekt er stoffet danegaptide, der søges udviklet med henblik på afhjælpning af beskadiget væv efter hjerteanfald. Zealand Pharma generhvervede dette produkt i forlængelse af Pfizers fusion med Wyeth, der oprindelig var partneren, idet Pfizer ikke ønskede at satse på hjerte-kar-området. Det kliniske mål er efterfølgende blevet



ændret væsentligt. Zealand Pharma fortsætter selv udviklingsindsatsen, og de næste data fra det vigtige fase II studie forventes klar i andet halvår 2015.

Endvidere ejer man de fulde rettigheder til ZP1848, der afventer mulighed for et partnerskab. Lægemidlet er beregnet til hjælp mod alvorlig infektion i mave/tarmsystemet, hvor Crohns har været angivet som en mulig indikation. Virkningen består i forbedring af vævet i tarmene, der kan øge modstandskraften over for gentagne udbrud af alvorlig infektion. Produktet tænkes anvendt som forebyggende behandling, og der vil altså være tale om et permanent behov.

Ud over de tre projekter, som er nået ind i de indledende trin af en klinisk udvikling, råder man over cirka ti prækliniske kandidater med mulighed for videre udvikling med henblik på medicinsk anvendelse. Netop dette led med frembringelse af nye peptider er vigtig, da det er indgangsvinklen til de store, langstrakte udviklingsprojekter. Endvidere arbejder selskabet med et interessant projekt for en glukagon analog, der er beregnet anvendt af diabetikere i tilfælde af alvorlige problemer med for lavt blodsukker (en pen til nødhjælp).

## Perspektivet for 2014-15

Det primære spørgsmål drejer sig om Lyxumia's udvikling. Sanofi skal afslutte undersøgelserne omkring sikkerhedsprofilen og skaffe data for virkningen af kombinationsproduktet LixiLan. Målet er at kunne indgive anmodning om godkendelse i USA for Lyxumia midt 2015 og for LixiLan sidst i 2015. Dette arbejde varetages fuldt ud af Sanofi. Samtidig er salgets udvikling vigtig i de mere end 40 lande, hvor produktet nu er blevet godkendt. I Tyskland er implementeret en ny lovgivning vedrørende prissætning af nye lægemidler, der har vist sig at ramme flere diabetes-produkter, og heller ikke Sanofi er lykkedes med at nå til enighed omkring prissættelsen af Lyxumia (størrelse af tilskud), og har trukket produktet tilbage fra markedet. Indtægterne til Zealand Pharma vokser støt, men udviklingen har endnu ikke præsteret et markant spring opad. Netop løbende royalty-betalinger er et ønskværdig punkt som led i en styrkelse af selskabets økonomi. Afhængigheden af Lyxumia vil gøre sig gældende i 2-3 år, før et andet projekt (LixiLan) vil kunne opnå status som "Ben no. 2" i indtægt. De to andre eksternt drevne projekter ser ud til at forløbe positivt og i henhold til planerne. Indsatsen i egne kliniske projekter har danegaptide i front.

Cash burn eller ej for 2014 vil blive bestemt af eventuelle ekstra milepælsbetalinger. Som udgangspunkt må det påregnes, at året vil indebære et dræn i likviditeten på op mod 100 mio. kr. Den likvide reserve vil ved en sådan udvikling blive reduceret til 200-250 mio. kr. ultimo året. Ledelsen har givet udtryk for, at størrelsen af denne reserve bør svare til 1½ års udgifter, dvs. mindst 300 mio. kr. En sådan buffer er hensigtsmæssig for at sikre ro og tid til at kunne disponere velovervejet uden stress pga. pres udefra. For stort fald i likviditetsreserven kan derfor føre til ønske om en kapitalrejsning. Da Lyxumia gerne skulle udvikle sig markant positivt i værdi via stigende løbende indtægter, kan man forhåbentlig klare sig uden at skulle hente ny kapital. Aktionærerne havde forventet et stop for cash burn og dermed ikke noget behov for ekstra aktietegning fra deres side, men udviklingen sidste år indebar forsinkelser for Lyxumia og en negativ udvikling for ZP2929 projektet. Den negative udfordring skal ledelsen prøve at klare bedst muligt.

## Aktien som investering

Selskabet befinder sig i en spændende periode med en forestående afslutning af undersøgelserne af Lyxumias virkningsevne med henblik på en efterfølgende godkendelse i USA. Samtidig pågår der en massiv indsats for at skaffe grundlag for registrering af kombinationspenen LixiLan. Forudsat et positivt forløb tegner andet halvår 2016 til at blive tidspunktet for lancering i USA af Lyxumia. LixiLan er for sit vedkommende inde i et parallelt forløb omkring godkendelse i EU og USA mv. Det er vores vurdering, at LixiLan vil kunne få en meget positiv modtagelse blandt både fagfolk og brugerne med udsigt til et stort salg. Her vil der være mulighed for at tage afsæt i den fremtrædende markedsposition, som Lantus har opnået.

Lyxumia er allerede på markedet i mere end 40 lande, og salgsudviklingen er sammen med tilføjelse af stadig flere lande en vigtig parameter for selskabet - og for investorernes vurdering af styrken af produktet. Hvordan vil Lyxumia klare sig i forhold til de andre lægemidler inden for GLP-1 segmentet? Royalty indtægterne kom langsomt i gang sidste år og udgjorde 6,6 mio. kr. (brutto). I Q1 var tallet tilsvarende på 3,8 mio. kr. Begrebet brutto refererer til, at Zealand Pharma skal viderebetale en andel (13.5%) af disse rettigheder.

På indtægtssiden vejer milepæls-betalinger derfor stadigvæk tungt. De udløses af forud definerede begivenheder relateret til udvikling, regulatorisk proces og salgsniveauer, og derfor er det ikke muligt at indregne blot nogenlunde sikre beløb på forhånd. En tidsbestemt betaling fra Helsinn på 16 mio.kr. i Q4 i år er en undtagelse. Udfordringen med at begrænse cash burn gør sig derfor fortsat gældende. Niveaue for udgifterne ligger på 50 mio. kr. pr. kvartal, og likviditetsreserven pr. 31-03 var 350 mio.kr. For Q2-4 er perspektivet omkostninger på 150 mio. kr. Indtægterne udgøres af en sikker milestone betaling på 16 mio. kr. plus royalty (vores estimat netto 20 mio. kr.) samt eventuelle yderligere milestone-beløb og andre indtægter fra salg/omkostningsrefusion. Vores skøn for likviditetsreserven ultimo 2014 kan således beregnes til ca. 225-250 mio. kr. Et beløb af denne størrelse vil være lavt set i forhold til ønsket om passende

handlefrihed. Ved god fremdrift for Lyxumia og LixiLan burde det dog være muligt at undgå behov for ekstra kapital fra ejernes side, da vendepunktet med et skift fra cash burn til positiv indtjening jo synes at være nået. Ledelsen har mulighed for at vurdere dette spørgsmål bedre end udenforstående, idet man har kendskab til de specifikke aftaler om mulige milestone-betalinger.

Denne situation med afgørelsens time for Lyxumia's kommercielle værdi indebærer et højt forhold mellem afkast og risiko for aktien. Børsværdien af selskabet ved kurs 70,5 er 1,6 mia.kr. For langsigtede investorer må denne værdi anses for lav og dermed interessant. Tidshorizonten ved køb må ansættes til mindst at skulle være på to år. Det indebærer et stort potentiale opad for aktien (elasticitet) - forudsat man tør satse på en positiv udvikling igennem 2014-15 for salget af Lyxumia i de lande, hvor produktet allerede er godkendt, og opnåelse af en godkendelse i USA suppleret af et positivt udfald for LixiLan med start på salg i 2016. Strukturen indebærer, at Lyxumia i øjeblikket udgør den altdominerende komponent i vurderingen af aktiens værdi på godt og ondt.

## Regnskabstal Zealand Pharma

mio. DKK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
Indtægter	56	25	87	142	224	7	115
R&D udgifter	88	93	151	127	183	-164	-150
Administration	16	17	40	35	28	34	33
Driftsres. (EBIT)	-45	-81	-109	9	33	-186	-90
Res. før og efter skat	-34	-76	-105	13	-36	-184	-88
Balance	225	159	451	469	521	347	260
Likvider	210	145	433	428	486	311	225
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	209	133	407	441	491	316	230
Antal ansatte	68	69	72	91	104	111	90
Antal aktier mio. styk	17,7	17,7	22,9	22,9	22,6	22,7	23,2
Res. Pr. aktie DKK	-2,1	-4,5	-5,9	0,6	-1,6	-8,1	-3,8
Udbytte i DKK	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi i DKK	11,8	7,5	17,8	19,5	21,7	13,6	9,9



## 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.