

**I løbet af de næste fire år kan Zealand Pharma stå med fire godkendte produkter. Selskabet gør allerede nu klar til at forestå salget i USA af HypoPal® nødpennen, der kan være klar til salg i 2021 (forudsat myndighedsgodkendelse). Indsendelse af New Drug Application er sket pr. 31-03-2020. Stort potentiale men også høj risiko indtil produkterne måtte blive godkendt.**

- Udgiftsrammen øges også i 2020. Zealand er inde i den dyre fase 3 for flere projekter, hvor man har ejerskabet og dermed også afholder alle udgifter selv. Til gengæld vil alle indtægter fra salg fremadrettet tilgå Zealand.
- Samtidig anvendes der penge til opbygning af en salgsorganisation i USA med etablering af kontorer i New York og Boston. Købet af Valeritas Holdings beliggende i Massachusetts er en del af planen. Zealand er således i gang med forberedelser på overgangen fra et biotekselskab til en full-scale pharmavirksomhed.
- Tidsrammen i pipelinen er: HypoPal® nødpennen kan blive godkendt i år og salg påbegyndt i 2021. Glepaglutide mod korttarmssyndrom og dasiglucagon til behandling af CHI (Congenital Hyperinsulinism) kan være på markedet i 2022. Zealand ejer disse tre projekter. Endelig er det planen, at dasiglucagon som aktivt stof i en dual-insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel), iLet, der er opfundet af Beta Bionics, kan være på markedet i 2023+. I dette projekt samarbejdes der med Beta Bionics.
- Indtil videre er intentionen at gå selv med alle disse fire projekter, der hver især rummer en betydelig værdi, som selskabet kan vælge at indkassere ved at tage en eller flere partnere ind. Pengekassen rækker dog uden indtægter mindst 1½ år frem i tiden, så der er ikke noget umiddelbart behov for at tage en partner ind. Jo længere Zealand selv fastholder ejerskab – jo større værdi.
- Den øvrige pipeline er vanskelig at vurdere, idet projekterne ikke er kommet langt i udviklingsforløbet, og dels at tingene er lagt helt eller delvist i hænderne på partnere Boehringer Ingelheim og Alexion Pharmaceuticals. Boehringer Ingelheim har netop valgt at stoppe samarbejdet om en langtidsvirkende Amylin analog. BI-samarbejdet er dermed reduceret til BI 456906, som vil få ekstra fokus. BI 456906 ventes snart at gå i fase 2, hvilket vil udløse en milepælsbetaling formentlig i niveauet 20 mio. EUR.
- Aktien rummer et særdeles stort potentiale og høj følsomhed ved positiv udvikling, da markedsværdien ikke fuldt afspejler indtjeningsmulighederne på de nye produkter. Men samtidig er der tale om høj risiko, da man er helt afhængig af disse få projekter (reelt kun to aktive lægemiddelstoffer), og der er et flere år langt hul ned til de næste projekter. High Risk/Return.

## Anbefaling:

Aktuel kurs: 219

Børs: Nasdaq København, MidCap indekset

Markedsværdi: 8.058 mio. DKK

Antal aktier: 36.796.477 styk

Næste regnskab: Q1 regnskab den 14-05-2020

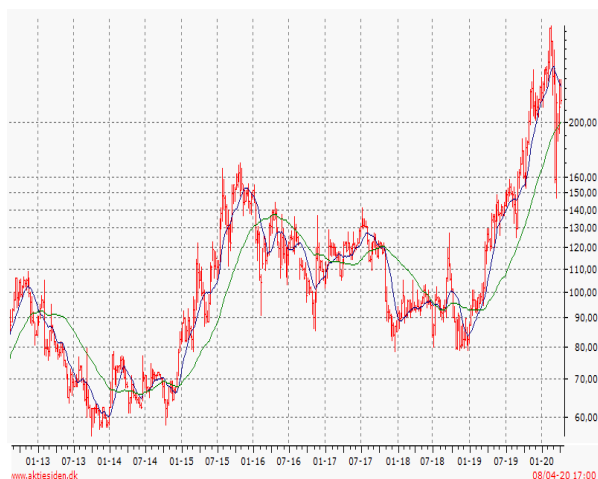
Kort sigt: Hold (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 200–240 (180-250)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 240 – 300 (220-300)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb den 17-12-2019 ved kurs 214



Kursudvikling 12 måneder: Høj 297,2 / Lav 96,3

## Finansielle forventninger til indeværende regnskabsår

Rammen for driftsudgifterne ventes i år øget til 790-810 mio. kr. (629 i 2019). Udgifterne øges på grund af forberedelserne til produktlancering og efterfølgende kommercialisering af HypoPal®-nødpennen, der ventes på markedet i 2021. Dertil kommer voksende udviklingsomkostninger relateret til de afgørende og dyre fase 3 forsøg med glepaglutide og dasiglucagon.

Zealand forventer i år at få indtægter fra eksisterende licensaftaler. Størrelser heraf og tidspunktet herfor er dog usikkert, hvor selskabet ikke guider indtægter.

Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

## Facts om Zealand Pharma

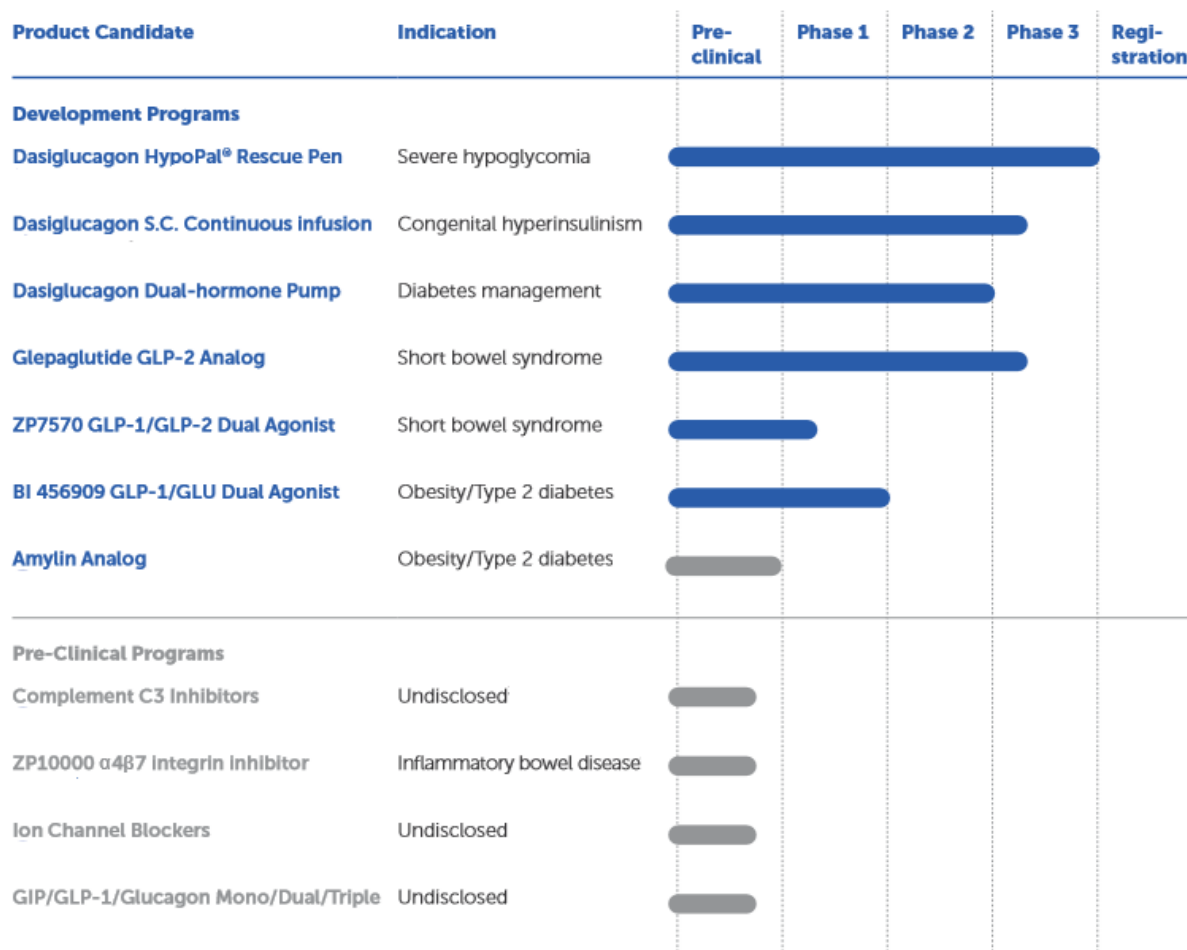
- Zealand Pharma er en dansk biotekvirksomhed etableret i 1998. Hovedkontoret ligger i Søborg, mens der er kontorer i New York og Boston, samt et helt nyt kontor i Massachusetts USA. Hovedsigtet er identificering, design og udvikling af nye, robuste peptid-lægemedler, der besidder forbedrede egenskaber (forlænget virkningstid som følge af langsom nedbrydning i kroppen).
- Diabetes og fedme er store emner for sådanne lægemidler, og her samarbejder Zealand med det tyske medicinalsselskab Boehringer Ingelheim. Den fremadrettede udviklingsindsats fokuserer på specielle sygdomsområder (nicher), hvor peptid-baseret medicin har særlig relevans og potentiale. Da der er tale om nye former for medicinsk behandling, kan det føre til kortere behandlingstid hos myndighederne og fordele i en periode med salgseksklusivitet.
- Strategien er at fastholde udvalgte projekter for egen regning længst muligt for at udnytte værdipotentialet bedst. Ultimativt ønsker man selv at registrere og markedsføre specialiserede lægemidler. Projekter med lægemidler rettet mod store sygdomsområder som diabetes/fedme kræver omfattende og meget dyre studier, og her er man afhængig af partnere.
- Zealands pipeline består af en række spændende R&D-projekter, hvoraf fire er i den sene udviklingsfase. Dasiglucagon HypoPal®-nødpennen er det mest fremskredne projekt og en ny løsning til brug ved akutte krisesituationer med for lavt blodsukker hos diabetikere. Ansøgning (New Drug Application) til de amerikanske sundhedsmyndigheder FDA er 31-03-2020 blevet indsendt med potentiale for påbegyndelse af salg i 2021.
- Dasiglucagon er også det aktive stof i et fase 3 forsøg til behandling af lavt blodsukker hos babyer og mindre børn (Congenital Hyperinsulism). Det samme gælder i en ny type dual-insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel, som inkluderer både insulin og dasiglucagon). Denne nye device forventes at indlede fase 3 forsøg i slutningen af i 2020. Hensigten er at Zealand skal levere dasiglucagon til brug i disse pumper. Et projekt med samme stof rettet mod patienter, der har gennemgået en gastrisk by-pass operation, har netop vist gode fase 2 data.
- Glepaglutid er en langtidsvirkende GLP-2 analog rettet mod korttarmssyndrom. Indrullering af patienter til et fase 3 forsøg ventes afsluttet i år, og data fra dette forsøg ventes i første halvdel af 2021.
- Zealand Pharma har via et samarbejde med Sanofi haft to aktive lægemidler på markedet i USA og EU – begge baseret på det aktive stof lixisenatide. Ledelsen solgte i september 2018 rettighederne for 205 mio. USD. En ukendt fremtidig pengestrøm blev ombyttet til en kontant udbetaling en gang for alle. Da Sanofi i december 2019 har besluttet at afvikle sin aktivitet inden for diabetes, og fremtiden for denne division derfor er ukendt, er det positivt for Zealand, at man ikke længere er eksponeret her.
- Ledelse: Emmanuel Dulac (født 1971; CEO), Matthew Dallas (født 1975, CFO), Adam Steensberg (født 1974; medicin og udvikling), Ivan Møller (født 1972; teknisk udvikling og drift), Marino Garcia (født 1966; Corporate & Business Development). Martin Nicklasson (født 1955; PhD pharma) er bestyrelsesformand.
- Medarbejdere: Pr. 31-12-2019 beskæftigede selskabet 179 medarbejdere (31-12-2018: 149). 85 % af de ansatte arbejder med R&D-opgaver. Andelen af ikke-danske medarbejdere var 17 %, og kønsfordelingen var 42 % mænd og 58 % kvinder.
- Antallet af registrerede aktionær var pr. 31-12-2019 på 14.567 (16.227 året før). Pr. 06-03-2020 er tallet steget til 15.179. De største aktionærer udgøres af Van Herk Investments, Netherlands med 19,3 % af aktierne, fulgt af Wellington Management LLP, U.S. 9,8 % (har pr. 06-04-2020 reduceret ejerandelen til 4,85 %) og Sunstone LSV Management A/S, Denmark, 6,0 %. I marts 2019 blev der udstedt 802.859 nye aktier til Alexion Pharmaceuticals. I september 2019 gennemførtes en rettet emission mod Van Herk Investments (ca. 4,0 mio. styk og netto 560 mio. kr. i provenu). Den 26-03-2020 blev der solgt 741.816 nye aktier til en investor i USA til kurs 185. Provenu: 137,2 mio. kr.

## Zealand Pharmas pipeline

Selskabet er i en unik og særdeles spændende situation med mulighed for færdiggørelse, lancering og markedsføring af fire forskellige lægemidler i de kommende fire år. Projektet med HypoPal® nødpennen er endda så langt fremme, at der kan blive igangsat salg i USA allerede i 2021. Selskabet følger strategien om at opnå en profil som full scale pharma virksomhed med egne registrerede produkter på markedet. Salg af rettigheder til lixisenatide, indgåelse af samarbejde med Alexion Pharmaceuticals med betaling upfront, tegning af aktier samt opbakning fra storaktionæren Van Herk Investments, Netherlands og siden en unavngiven amerikansk investor, har givet Zealand finansiell styrke til selv at gå hele vejen for nicheprodukter, mens man indenfor store sygdomsområder som diabetes og fedme fortsat er afhængig af indsats fra en partner.

Generelt gælder det for Zealands aktivitet, at man har sin faglige styrke i evnen i startfasen omkring identifikation af nye, relevante sygdomme, hvor peptider har en afgørende funktion i forløbet. Ud fra dette grundlag arbejdes der så med at benytte selskabets viden om modifikation af peptider for at frembringe velfungerende nye molekyler med den ønskede virkning og tidsmæssige dækning (bestemmer frekvensen for injektion af lægemidlet, hvor brug 1x ugentlig er den ønskede takt). Ledelsen søger hele tiden at opretholde livlig aktivitet i idefasen for at kunne opnå en nogenlunde jævn takt i de projekter, som igangsættes. Her er ønsket igangsættelse af et nyt præklinisk projektprogram hvert andet år, og det er lykkedes.

Det svage punkt i udviklingsforløbet er, at tre af de fire programmer, der er længst fremme i faseforløbet omfatter forsøg med det aktive stof dasiglucagon. Her er det vigtigt, at de forsøg der er langt fremme ikke fejler, da det ellers kan få negativ indvirkning på de næstfølgende forsøg.



## De enkelte R&D-projekters situation

**Dasiglucagon er et molekyle med fire anvendelsesformer og dermed fire projekter.** Molekylet har en stabil profil i flydende form.

- 1) HypoPal®-nødpennen med dasiglucagon som aktivt stof til behandling af insulinchok – altså til diabetikere, hvor blodsukkeret falder til et kritisk lavt niveau. Data fra fase 3 forsøg levede op til de primære og de vigtigste sekundære mål. 99% af patienterne fik inden for 15 minutter blodsukkeret bragt op fra kritisk til normalt niveau med en mediantid på blot 10 minutter. Nødpennen med dasiglucagon i flydende form rummer betydelige fordele frem for den nuværende metode, hvor det aktive glukagonstof er i fast form og derfor skal opløses med kort holdbarhedstid til følge. I en krisesituation kan det være vanskeligt for diabetikeren at bruge denne metode. Dasiglucagon i HypoPal® pennen vil blive en nyskabelse til gavn for diabetikere. Selskabet har pr. 31-03-2020 indsendt en New Drug Application (NDA) til de amerikanske sundhedsmyndigheder. Da der er tale om en engangspen, vil kravene for en myndighedsgodkendelse formentlig kunne opfyldes uden voldsomme udgifter og besvær. Zealand er i fuld gang med at opbygge en organisation i USA, så man kan varetage salget i USA, når HypoPal® nødpennen måtte blive godkendt. Her udgør det nylige køb af Valeritas Holdings en ekstra styrke. Ved myndighedsgodkendelse kan salg påbegyndes i 2021. Zealand Pharma ejer dette projekt fuldt ud. Hvis produktet skulle blive introduceret på andre markeder, vil det sandsynligvis ske via partnere.

- 2) Dasiglucagon udvikles sideløbende til behandling af CHI (Congenital Hyperinsulinism). Det er en virkelig sjælden sygdom (300 nyfødte i USA og EU årligt) i form af medfødt tilstand med for lavt blodsukker hos babyer - og derfor også videre frem i de første leveår. Sygdommen skyldes en defekt i bugspytkirtlens celler, hvorved der indledningsvis overproduceres insulin. I ekstreme situationer uden behandling kan det medføre skader på hjernen, og det kan kræve operative indgreb. Normalt aftager sygdomstilstanden af sig selv over tid. FDA har tildelt projektet orphan drug status. Fase 3 forsøg rettet mod børn fra 3-måneders alderen og op til 12 år blev igangsat i maj 2019, mens et fase 3 forsøg rettet mod børn i alderen 7 dage op til 1 år blev igangsat i december 2019. Der forventes resultater fra disse undersøgelser i 2020.
- 3) Dasiglucagon er desuden det aktive medvirkende stof i et projekt med en dual-insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel), iLet, der er opfundet af Beta Bionics. Ved hjælp af en algoritme til styring skal pumpen opretholde og kontrollere blodsukkerniveauet bedre end de nuværende typer - altså fungere uden patienten selv skal foretage målinger og dosering. Hidtil er det kun insulinmængden, der er blevet reguleret i sådanne pumper. BetaBionics' projektet synes derfor at kunne blive et godt alternativ til de nuværende. Data fra fase 2 forsøg fremkom i juni 2019 og viste, at iLet med dasiglucagon som aktivt stof i 90 % af tilfældene sikrede et medianniveau for blodsukkerniveauet, mens tallet udelukkende ved brug af insulin kun var på 50 %. Zealand har støttet op om projektet med en investering på 5,0 mio. USD i Beta Bionics. Udviklingen af Beta Bionics dual-drug device gennemføres hurtigere end forventet, og FDA har tildelt selskabet en "breakthrough device designation" i december 2019. Zealand og Beta Bionics er i dialog med FDA med henblik på opstart af afgørende fase 3 forsøg i slutningen af 2020.
- 4) I et forsøg rettet mod personer, der har fået foretaget en gastrisk bypass operation, er der netop kommet fase 2 data. Dette projekt rummer potentiale for videre udvikling.

Dasiglucagon er altså langt fremme i faseforløbene, men det skal pointeres, at salgspotentialet for den sjældne CHI sygdom vil være af beskeden omfang, selvom pris pr. behandling givetvis vil blive høj. FDA's tildeling af en "rare pediatric disease designation" (modtaget i november 2019) medfører en hurtigere og billigere behandlingstid hos FDA. Zealand vil samtidig få stor goodwill ved at medvirke til at finde en bedre løsning på dette alvorlige problem.

### Short Bowel Syndrom (korttarmssyndrom)

**Glepaglutide** er en langtidsvirkende GLP-2 analog rettet mod behandling af korttarmssyndrom, der er en permanent og livstruende sygdom. De hårdest berørte personer kræver omfattende daglig og livslang medicinsk behandling. Dette kan indtræffe efter operation og fjernelse af en stor del af tyktarmen. Sygdommen hindrer normal optagelse af næringsstoffer og væske i tarmene. Det skønnes, at 20.000-40.000 personer i USA og Europa er ramt af sygdommen. Aktuelt findes der kun ét lægemiddel rettet mod denne frygtelige sygdom, og det er Gattex fra Takeda, Japan. Gattex har været godkendt i USA siden 2012, og for nylig har Takeda fået tilladelse til at tilbyde Gattex til børn helt ned til et-års alderen. Det øger presset på Zealand for at få glepaglutide godkendt med en bedre behandlingsprofil end den gældende for Gattex. Bivirkningerne ved brug af Gattex er alvorlige og kan omfatte livstruende komplikationer som blodforgiftning, beskadigelse af leveren og nedsat nyrefunktion.

Fase 2 data var opløftende og viste, at patienterne optog næringsstoffer efter kun 3 ugers behandling. Indrullering af patienter til fase 3 forsøg ventes afklaret i 2020, og hvis alt går som planlagt, vil der fremkomme fase 3 data i første halvdel af 2021. Hvis fase 3 forsøgene viser de ønskede resultater, vil det være banebrydende. Patienterne med denne frygtelige sygdom skal for nærværende have en besværlig daglig behandling, mens glepaglutide er påtænkt til benyttelse en eller to gange ugentligt. FDA har tildelt Zealand orphan drug designation, hvilket giver skattefordele, kan give en længere årrække med eksklusivitet efter en produktgodkendelse, udstedelse af en Priority Review Voucher, statslige tilskud m.m.

Hvis tidsplanen holder, kan der i bedste fald opnås en godkendelse hos FDA i slutningen af 2021 med opstart af markedsføring og salg i 2022. Det hele kan komme til at gå hurtigt, idet der mangler bedre lægemidler, end hvad der er på markedet rettet mod denne permanente sygdomstilstand. Glepaglutide ejes fuldt ud af Zealand.

**ZP7570** er et nyt projekt rettet mod samme sygdom. Det ejes fuldt ud af Zealand. Her er det hensigten af kombinere en langtidsvirkende GLP-1R og GLP-2R dual agonist for at forbedre håndteringen af korttarmssyndrom. Potentielt kan der blive tale om et first-in-class produkt, der skal kunne virke bedre end brug af enkeltstående GLP-2 behandling. ZP7570 forventes igangsat i 2020 med fase 1b forsøg. Fra dette tidspunkt vil der formentlig gå fem år, før man i bedste fald står med et nyt og færdigt produkt. Eksemplet viser, at Zealand hele tiden søger at finde bedre behandlingsformer til gavn for de berørte patienter og ønsker at placere sig inden for SBS.

Fælles for de to nævnte forsøg er, at Covid-19 kan give midlertidige udfordringer i processen med at foretage forsøg på patienter med korttarmssyndrom.

### Samarbejdet med Boehringer Ingelheim:

Boehringer Ingelheim er en central partner for Zealands satsning inden for type 2 diabetes og fedme, hvilket har været bygget op omkring to samarbejdsaftaler med indbyggede milepælsbetalinger ved succes i udviklingsforløbet. Boehringer Ingelheim har 20-03-2020 besluttet at stoppe det ene samarbejde og i stedet fuldt fokusere på BI 456906. Udover milepælsbetalinger er Zealand Pharma berettiget til en-cifret til lav to-cifret procentsats af det globale salg. Det skal bemærkes, at Boehringer Ingelheim har etableret et vigtigt samarbejde med Eli Lilly inden for diabetesbehandling angående nye produkter udviklet af begge parter. Boehringer Ingelheim samarbejder med både Zealand og Eli Lilly.

**GLP1 / GLU dual agonist (BI 456906)** mod væggtab og type 2 diabetes med én gang ugentlig dosering. Fase 2 forsøg med 410 patienter ventes igangsat i 2020. Opstart på fase 2 vil udløse en milepælsbetaling til Zealand på formentlig 20 mio. €. Boehringer Ingelheim forestår hele udviklingen og betaler alle omkostninger. Rammeaftalen blev indgået i 2011 og rummer potentielt op til 386 mio. EUR i milepælsindtægter, hvoraf de 365 mio. EUR fortsat udestår. Zealand er altså en slags silent partner med upside potentiale ved et succesfuldt forløb. Det er et eksempel på et eksternt projekt.

**Langtidsvirkende Amylin analog:** Det er for Aktieinfo en skuffelse, at Boehringer Ingelheim stopper sit engagement omkring en langtidsvirkende Amylin analog med en gang ugentlig dosering rettet mod behandling af fedme og diabetes. Dette projekt var ellers forventet at overgå til fase 1 i løbet af i år, hvilket i så fald ville have udløst milepælsbetaling til Zealand Pharma under den samlede rammeaftale på op til 295 mio. EUR. Zealand Pharma får overført alle rettigheder world-wide, men skal altså fremadrettet selv stå for alle udgifter. Selskabet vil i nær fremtid evaluere på projektet og beslutte det videre forløb (stop eller go).

### Andre R&D-projekter i præklinisk fase:

**Udviklings samarbejde med Alexion Pharmaceuticals:** Aftalen blev indgået i marts 2019 og omhandler nogle langtidsvirkende hæmmere af complement C3 i præklinisk udvikling rettet mod inflammatoriske sygdomme medieret af complement systemet (immunforsvaret). Samarbejdet med Alexion Pharmaceuticals er spændende, idet selskabet er førende i verden på dette felt. Aftalen er vigtig for begge parter, og det vil give Zealand mulighed for at få afprøvet sin peptid-platform inden for nye sygdomskategorier. Zealands forskning befinder sig i præklinisk fase. Skift til fase 1 (milepælsbetaling) ligger formentlig to-tre år ude i fremtiden.

Selv i dette meget tidligere faseforløb rummer den igangværende forskning pludselig stor økonomisk værdi for Zealand. Aftalen med Alexion har nemlig givet en betaling på 25 mio. USD plus en investering på 15 mio. USD i aktier i Zealand – altså netto 40 mio. USD cash. Aktieudvidelsen på 802.859 nye aktier fandt sted i marts sidste år til en købspris på kurs 123. Zealand viderefører projektet for egen regning, men er berettiget til milepælsbetalinger og royalty-indtægter på høje enkelt til lave to-cifrede procentsatser, altså ca. 10 %. Alexion har option på valg af tre ekstra udviklingsprogrammer, der hver især kan tilkøbes for 15 mio. USD pr. styk. Milepæle og royalties pr. projekt estimeres til op til ca. 600 mio. USD (best case). Vi gør opmærksom på, at det anførte potentiale for aftalen (+ de tre mulige andre) kræver succes i udviklingsarbejdet, og det vil strække sig over mange år. Vi ser aftalen som et tegn på den styrke, som Zealand har oparbejdet og en bekræftelse af muligheden for nye medicinske mål for brug af peptider ud over det hidtidige virkefelt, der er samlet om blodsukkerregulering og fordøjelsen i mave-/tarmsystemet.

**ZP10000 alfa4 beta7** påtænkes udviklet til oral brug mod inflammatoriske sygdomme.

**Ion kanal blokkere** undersøges med henblik på igangsættelse af et præklinisk projekt på et tidspunkt i fremtiden.

**GIP analog (gastric inhibitory peptide)** er et projekt for egen regning rettet mod fedme og diabetes 2. Her er ideen at kombinere GIP med GLP-1/glucagon.

### Zealand er klar til take off

Mens der allokeres kræfter til udviklingsindsatsen, arbejdes der sideløbende på opbygning af en organisation i USA. Kontorer er etableret i New York, Boston og senest Marlborough i Massachusetts (via købet af Valeritas Holdings) med henblik på til en start at varetage salget af HypoPal® nødpennen, der ventes godkendt og gjort salgbar i 2021. Glepaglutide mod korttarmssyndrom og dasiglucagon til behandling af CHI (Congenital Hyperinsulinism) kan være på markedet i 2022. Zealand ejer fuldt ud disse tre projekter. Endelig er det planen, at dasiglucagon som aktivt stof i en dual-insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel), iLet, der er opfundet af Beta Bionics, kan være på markedet i 2023+. I dette projekt samarbejdes der med Beta Bionics.

Indtil videre er intentionen at gå selv med alle disse projekter. HypoPal® nødpennen rummer en betydelig værdi, ligesom glepaglutid har potentiale til at overtage en stor del af det marked, som Takeda i dag sidder på. Dual-insulinpumpen vurderer vi også har et stort salgspotentiale og dermed også en stor take-over værdi. Den øvrige pipeline er vanskelig at vurdere, idet projekterne ikke er kommet langt i udviklingsforløbet, og dels at tingene er lagt helt eller delvist i hænderne på Boehringer Ingelheim og Alexion Pharmaceuticals. Samarbejdet med Boehringer Ingelheim forventer vi i år kan udløse en milepælsbetaling i niveauet 20 mio. EUR.

Cash burn i 2019 var på ca. 600 mio. kr. og for 2020 ventes en udvidelse til ca. 800 mio. kr. Den likvide reserve udgjorde pr. 31-12-2019 i alt 1.381 mio. kr., men dertil kan lægges 137 mio. kr. fra en rettet emission. Ved uændret cash-burn er der penge til cirka 2 års drift. Billedet vil dog blive forbedret ved indgang af milepælsbetalinger, som vi estimerer til niveauet 20 mio. EUR (=150 mio. kr.).

### Udsigten for de kommende års udvikling og aktiens vigtigste forhold

Årene 2020-23 bliver særdeles spændende for selskabets udviklingsmuligheder. I bedste fald vil man om fire år stå med fire godkendte produkter, hvoraf HypoPal® nødpennen til den tid allerede har genereret salg og indtægter i 3 år.

HypoPal® rammer et blødt punkt hos de store insulinudbydere (Novo Nordisk og Eli Lilly). Sidstnævnte markedsfører Baqsimi, som er en direkte konkurrent til HypoPal®, men behandlingsmetoden er ikke ens, da Baqsimi er en næsespray til behandling mod for lavt blodsukker hos type 1 diabetikere, mens HypoPal® er en nødpen til injektion. Efter Aktieinfos vurdering kan Zealand eventuelt indgå i en form for samarbejde med disse udbydere om at benytte den nye HypoPal® nødpen og afværge forsøg fra deres side på at opfinde tilsvarende løsninger. Dasiglucagon i en dual-hormone pumpe og mod CHI udgør to andre spændende udviklingsforløb.

Glepaglutide (korttarmssyndrom er et nicheprodukt, som vil passe ind i den indikerede firmaprofil som full scale medicinalsselskab inden for højt specialiserede sygdomsområder. Næste generation af et SBS R&D-projekt (ZP7570) understreger, at Zealand virkelig satser på at placere sig inden for denne sygdom.

De næstfølgende projekter er helt unge med en lang tidshorizont. Interessen for peptiders betydning er markant stigende, hvilket aftalen med Alexion Pharmaceuticals må opfattes som et bevis på. Problemet er imidlertid, at tidsrammen for de mange nye muligheder ligger helt ude i 2030 for en mulig lancering på markedet (dog hurtigere for orphan drugs). Zealand har styrket sit lederskab inden for peptide terapeutiske behandlinger til mave-tarm ved at have købt Encycle Therapeutics.

Investorerne har for alvor fået øje på Zealand. Det tog 10 år at gå fra IPO-kursen på 86 til næsten 300. I 2019 steg aktiekursen fra 82,4 til 235,4 svarende til +186 %. Corona-krisen har siden sendt kursen retur til kurs 219, hvor vi igen finder aktien købsværdig. Der knytter sig en usikkerhed relateret til Corona, idet igangværende forskning med patienter risikerer at blive forsinket af hensyn til begrænsning af smittefare. Bortset fra dette, så forekommer Zealand at være en god langsigtet placeringsmulighed. Der er dog fortsat tale om High Risk/Return, indtil man opnår de forventede produktgodkendelser.

### Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

#### Styrker

Fire projekter kan blive godkendt af myndighederne i perioden 2020-2024. Samarbejdsaftalerne med Boehringer Ingelheim og aftalen med Alexion Pharmaceuticals rummer potentielt meget store indtægter. Den likvide beholdning på ca. 1,5 mia. kr. rækker ved uændret cash-burn og uden indregning af indtægter to år frem. Med stor sandsynlighed kan der påregnes indtægter i perioden.

#### Svagheder

Zealand er særdeles afhængig af de to aktive stoffer glepaglutide og dasiglucagon (sidstnævnte er aktiv lægemiddelingsrediens i fire sen-fase studier). Denne struktur med en fælles aktiv stofingrediens (dasiglucagon) indebærer en sammenhængende risiko.

#### Muligheder

Glepaglutid rettet mod korttarmssyndrom adresserer et potentielt stort marked i salgsværdi. Foreløbige forsøg viser langt færre bivirkninger end gældende for det eneste nuværende produkt på markedet (Gattex fra Takeda). Zealand kan hvis ønsket indgå partneraftaler for et eller flere af senfasestudierne. For nærværende er hensigten dog at "gå-selv".

#### Trusler

Evnen til succesfuld R&D-indsats er det afgørende punkt. Selv lovende forskning helt fremme i fase 3 kan ende som værdiløs. Zealands pipeline er koncentreret om få projekter, og eventuelle tilbageslag for disse vil derfor kunne påvirke børskursen markant. Følsomheden relateret til de enkelte R&D-projekter er altså stor. Cash-burn er steget markant i de senere år.

## Regnskabstal Zealand Pharma

mio. DKK	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
Indtægter	195	233	137	38	41	150
F&U udgifter	218	268	325	438	561	700
Administration	42	52	47	45	68	100
XO-indtægter	0	0	0	1.100	0	0
Driftsres. (EBIT)	-86	-119	-249	652	-588	-650
Res. før skat	-124	-163	-281	625	-577	-625
Balance	628	683	721	1.230	1.600	1.700
Likvider	440	642	595	1.159	1.381	900
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	245	267	515	1.116	1.243	650
Antal ansatte	106	108	133	149	179	200
Antal aktier mio. styk	24,4	26,1	30,7	30,7	36,1	36,8
Res. pr. aktie DKK	-5,13	-6,47	-9,88	18,4	-16,9	-17,0
Udbytte DKK	0	0	0	0	0	0
Indre værdi DKK	10,6	10,6	16,8	36,3	34,5	18,0

Estimat for 2020 er udtryk for Aktieinfos skøn. Zealand guider ikke på indtægter.

## Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
17-12-2019	214	Hold	Køb
29-08-2019	130	Køb	Køb
29-05-2019	138	Køb	Køb
12-03-2019	97	Køb	Køb

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Zealand Pharma, og Aktieinfo modtager honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo og kan ikke påvirkes af selskabet. 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 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.