

Aktieinfo fastholder langsigtet køb på Zealand Pharma fordi:

- GLP-1 stoffet lixisenatide er nu godkendt til brug som enkeltstående produkt og i kombination med Lantus i USA og EU. Salget skal rulles ud af Sanofi. Et spændende punkt bliver evnen til at støtte sig til Lantus' stærke position, hvorved der vil være mulighed for en hurtig indtrængning på markedet og høj markedsandel inden for denne nye form for produkt til type 2 diabetes. Recepter og salgstal i den kommende tid vil vise styrken og kunne klarlægge produktets økonomiske værdi.
- Strategien frem mod 2020 går ud på at anvende indtægterne fra dette første lægemiddelstof til hurtig udvikling af egne produkter med en snæver og målrettet karakter. Det drejer sig om et lægemiddel til brug ved kortarmssyndrom og en nødpen for diabetikere, der kan bruges i kritiske situationer med for lavt blodsukker. Med mindre lixisenatide bliver overraskende givtig, er perspektivet derfor, at Zealand skal opnå det afgørende løft som virksomhed op ad (og i værdiskabelse) fra reinvesteringen af indtægterne fra første generationsproduktet.
- Zealands struktur som udviklingsfirma med rettigheder til potentielt meget store indtægter fra de pågældende mulige lægemidler indebærer, at aktien har en profil med stort upside potentiale, stor risiko for skuffelser og krav til mange års indsats, før endelig afklaring finder sted om "stop-go", hvorefter salgstallene så skal vise den virkelige værdi. Forløbet finder sted samtidig med, at en række konkurrenter søger at håndtere de samme former for sygdomme, så forhold udefra er vigtige og uforudsigelige.
- Det kommende år vil byde på nyheder om de nye produkters evne til at vinde indpas på markedet, mulighed for ændrede pris- og konkurrenceforhold på det amerikanske marked fra politisk dikterede regler (negativ effekt må påregnes) og øget konkurrence i markedet for diabetes generelt og endelig forventes data fra fase 2 undersøgelser af Glepaglutide og sandsynligvis også tekniske opdateringer for Dasiglucagon projektet.
- Med kun et afgørende stof ude på markedet som grundlag for indtægterne er selskabet følsomt over for eventuelle negative nyheder.
- Trods udsigt til øget klarhed om værdien af produkterne og dermed indtægterne i de kommende år vil Zealand fortsat være en aktie med langsigtet profil og høj risiko.
- Samlet mener vi, at børsværdien må anses for lav i forhold til den store elasticitet opad for indtjeningen i de kommende år. Samtidig har vi tillid til, at reinvesteringen i de næste produkter vil være værdiskabende. Som investor bør man ved et køb kunne påregne mindst tre års ejertid. Aktien er langsigtet i hele sin natur.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 112

Kort sigt: Køb (med stor risiko)

Børs: Nasdaq København, MidCap indekset

Langt sigt: Køb

Markedsværdi: 2.929 mio. DKK

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 90 – 150

Antal aktier: 26.151.864 styk

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 175 – 200

Næste regnskab: Q1 regnskab den 17-05-2017

Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 17-11-2016 ved kurs 111



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen angiver ingen guidance for salgsrelaterede indtægter, idet partneren Sanofi ikke offentliggør sådanne skøn. Milestone beløb på 100 mio. kr. forventes (hvoraf 70 mio. kr. er modtaget). Driftsudgifterne påregnes at blive på 390-410 mio. kr. (2016:319 mio. kr.). Før royalty indtægter og udgifter skønnes et underskud på 290-310 mio. kr. Aftalen om et lån på 50 mio. USD er genforhandlet, og halvdelen af beløbet er netop blevet indfriet. Det vil reducere renteudgiften. Aktiviteten vil være høj i R&D indsatsen, og Sanofi skal nu udrulle salget af de to godkendte produkter med USA i centrum som det største land.

Kursudvikling 12 måneder. Høj 140 / Lav 87.

Muligheder	Risici
Potentialet i USA og EU for de to godkendte produkter kan være særdeles stort. Tidsmæssigt vil det række ca. 10 år fra godkendelsen. Tempoet i salget er derfor vigtigt. Indtægterne herfra skal finansiere de nye R&D-projekter, og disse produktkandidater påtænkes fastholdt, så Zealand kan blive et integreret selskab og ikke kun et udviklingsfirma. Mulighederne inden for peptider er lovende, og Zealand's kompetencer er i topklasse. R&D-indsatsen akkumulerer viden og værdi, men økonomisk er det svært at vurdere pga. risiko for stop af projekterne. Peptider er en attraktiv niche inden for medicin med enorme udviklingsmuligheder i salget.	Den største risiko er uventede virkninger af de to godkendte produkter, herunder ved brug igennem mange år. Hvis andre GLP-1 produkter får problemer, kan det ramme Zealand. Kombinationsproduktet skal placere sig som en ny og forbedret metode. Tempoet i indtrængningen på markedet er derfor vigtig. Der kan opstå krav fra myndighederne om prisnedsættelser, hvilket vil påvirke indtjeningen. Det kan sprede sig fra et land til andre. Evnen til succesfuld R&D-indsats er det afgørende punkt på langt sigt, og selskabet skal vise sin evne til at føre produkter helt frem til markedsføring. Zealands R&D-pipeline er smal, og tilbageslag kan derfor påvirke børskursen. Følsomheden er derfor stor.

Facts om Zealand Pharma

- Biotekvirksomheden blev etableret i 1998 med fokus på særlig ekspertise inden for ny medicin baseret på peptider. I 2015 revurderede ledelsen virkefeltet. Fremover vil indsatsen i stigende omfang være rettet mod mindre specialsygdomsområder (nicher), hvor peptidbaseret medicin har særlig relevans og potentiale. Der vil være tale om nye former for medicinsk behandling, hvilket i vid udtrækning vil kunne give adgang til status som orphan drug (sygdomsområder, hvor der er færre end 100.000 patienter i hhv. USA og Europa) og dermed mindre restriktive regler for godkendelse end ved alment dækkende lægemidler. Selskabet er førende inden for identificering, design og udvikling af nye og robuste peptid-lægemidler, der besidder forbedrede egenskaber (positiv effekt og forlænget virkningstid via langsommere nedbrydning i kroppen).
- Selskabets styrke ligger i det tidlige stadie med at designe og udvikle nye terapeutiske peptider. På grundlag af de forventede voksende indtægter fra salget af de to godkendte produkter, ønsker ledelsen at benytte den forøgede styrke til dybere indsats i næste trin af selskabets udvikling. Strategien består nu i at fastholde udvalgte projekter for egen regning med henblik på at udnytte værdipotentialet. Ultimativt vil man registrere og markedsføre specialiserede lægemidler. Tidsrammen herfor er usikker men angives til muligvis at kunne opnås allerede i 2020. Projekter med lægemiddelkandidater rettet mod store sygdomsområder som diabetes/fedme kræver omfattende og dyre kliniske studier, og denne type af produktkandidater vil stadigvæk blive udlicenseret til store pharma-selskaber. Konkret pågår der i øjeblikket to sådanne projekter for Boehringer Ingelheim.
- Selskabets første færdige produkt Lyxumia (produkt navn uden for USA) og Adlyxin (produkt navn i USA) er godkendt i mere end 60 lande og markedsføres pt. i over 40 af disse. Sanofi ejer rettighederne og varetager hele produkthåndteringen. Zealand modtager licensbetalinger svarende til en lav, trinvist stigende tocifret procentandel. Lyxumia/Adlyxin er et GLP-1 produkt, der anvendes i en pen til behandling af fremskreden type 2 diabetes. Markedssegmentet er på ca. 5 mia. USD i omsætning med en vækst sidste år på 26 %. Det ledende produkt er Victoza fra Novo Nordisk. Andre konkurrenter er AstraZeneca, GSK og Eli Lilly.
- En ny klasse medicin er lanceret i form af en kombination af denne GLP-1 og det langtidsvirkende insulinprodukt Lantus. Sanofi's produkt navn i USA er Soliqua 100/33 og i Europa Suliqua. Salget i USA indledtes ved årsskiftet, mens EU får start af markedsføring i Q2. Royalty udgør en fast lav tocifret procentandel af Sanofi's salgsindtægter, dvs. inklusiv Lantus elementet. Novo Nordisk råder over et lignende produkt, Xultophy, bestående af Tresiba og Victoza. Dette produkt er godkendt og på markedet i EU, mens det forventes lanceret i USA i løbet af 2017. Sanofi kom dermed først i USA med sit produkt.
- Der er indgået partneraftale med Helsinn omkring peptidet elsiglutid. For Boehringer Ingelheim håndteres to prækliniske projekter inden for hhv. Glukagon/GLP-1 og et ikke-offentliggjort medicinsk behandlingsmål inden for diabetes og fedme. I eget regi udvikles GLP-2 produktet Glepaglutide med henblik på anvendelse ved den dybt alvorlige lidelse korttarmssyndrom (SBS). Dasiglucagon (ZP4207) udvikles på egen hånd til brug i en nødpen ved situationer med kritisk lavt blodsukker (hypoglykæmi). Desuden er der i juni 2016 blevet indgået en udviklingsaftale med Beta Bionics, USA, der vil udvikle en insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel). Ideen er at benytte dasiglucagon ved reguleringen af blodsukkeret.
- Ledelsen udgøres af Britt Meelby Jensen (adm. direktør), Mats Blom (økonomi og investor relations), Adam Steensberg (medicinsk udvikling) og Andrew Parker (forskning). Martin Nicklasson (PhD pharma) er bestyrelsesformand. Selskabet havde i 2016 gennemsnitligt 124 medarbejdere (2015: 110), hvoraf 80% arbejder med R&D-opgaver. Aktiviteterne er samlet i Glostrup.
- I september 2016 gennemførtes en emission på 1.475.221 aktier (nettoprovenu 135 mio. kr.). Aktionærer med over 5 % er: LD (Danmark), Sunstone (Danmark) og Legg Mason (Royce) Inc. (USA). Selskabet har pr. 14-03-2017 15.623 aktionærer (ultimo 2015: 9.589). Fordelingen angives således: Danmark 59, Resten af Europa 19, Nordamerika 11, Ikke-navnenoterede 11 %.

Gennemgang af produkter og projekter

Lixisenatide (GLP-1): Godkendt produkt med Sanofi som ejer af rettighederne. Zealand modtager royalty plus eventuelle milestone beløb.

Produktnavnet er generelt Lyxumia men i USA benyttes navnet Adlyxin. Yderligere er der godkendt kombinationsprodukter med Lantus, der benævnes Soliqua 100/33 i USA og Suliqua i EU. Efter at have opnået godkendelse i Europa vil Suliqua blive introduceret på markedet i Q2. Lyxumia/Adlyxin sælges i et eksisterende marked for GLP-1 produkter, og Lyxumia har i EU og en række andre lande været godkendt fra 2013 og frem med USA som en afgørende tilføjelse sidste år. Kombinationsproduktet er derimod en nyskabelse, og det understreger grænsefladen til brug af insulin, altså behovet for effektiv behandling af personer med fremskreden diabetes. Novo Nordisk har et tilsvarende koncept med sit produkt Xultophy, som er godkendt og sælges i EU, mens salget i USA forventes igangsat medio 2017.

Størrelsen af GLP-1 markedet kan anslås til ca. 30 mia. kr. Vækstraten må påregnes at falde i takt med øget dækning af dette segment, der er relativt nyt. Den relevante målgruppe af type 2 diabetikere må forventes at vokse markant i antal som en positiv mekanisme angående størrelsen af det samlede marked, og derfor tegner der sig et billede af høj vækst trods denne afdæmpning. Kampen om markedsandel bliver derfor et vigtigt punkt. Produkterne adskiller sig både angående den aktive stofformulering og frekvensen for injektion. Lyxumia/Adlyxin kræver en daglig injektion, hvilket er identisk med det mest udbredt produkt, Victoza. Produkter med 1 gang ugentlig injektion findes også (Bydureon fra AstraZeneca), men det er ikke blevet en salgsmæssig succes. Novo Nordisk er på vej til at få godkendt et produkt med samme frekvens, hvilket kan få vægt pga. selskabets ledende stilling inden for diabetes (markedsføring).

De største forventninger til brugen af lixisenatide findes efter vores vurdering i kombinationen med Lantus. Produktkonceptet er rettet mod mennesker med type 2 diabetes på et niveau med stort behov for medicinsk afhjælpning. Fordelene ved GLP-1 består i en forbedring af kroppens egen evne til at danne insulin plus påvirkning af fordøjelsen med en vægtreducerende effekt. Det kan så udnyttes samtidig med, at der suppleres med det langtidsvirkende insulinprodukt Lantus. Trumfkortet her er den ledende markedsposition som Lantus har opnået, og dermed burde det være muligt at udnytte dette stærke udgangspunkt til udbredelse af kombinationsproduktet. Der er imidlertid tale om et nyt koncept, som skal vinde indpas og anerkendelse blandt læger, sundhedspersonale og de berørte personer. Spørgsmålet er i hvilket omfang og tempo det vil lykkes at udbrede brugen af det nye produkt. Der vil jo være tale om et tilvalg, hvor brugerens forhold står i centrum. Med Sanofi's pennesystem er der tale om en let anvendelig metode.

Et centralt punkt kan blive placeringen i grænsefladen op mod behov for tilførsel af insulin. I praksis skal der nu oparbejdes erfaringer i brugen af de nye behandlingsmuligheder. Set fra udbyderens side (Sanofi og dermed indirekte Zealand som modtager af royalty) er der tale om en stor satsning, som forhåbentlig vil kunne drage fordel af den stærke markeds-mæssige stilling for Lantus. Dermed vil man også indirekte kunne opnå en form for forlænget beskyttelse af Lantus produktet i forhold til den konkurrence, som er under udrulning fra Eli Lilly' side med produktet Basaglar. Det er en biosimilar (kopi) af Lantus, som i december 2016 blev introduceret i USA.

Elsiglutide: Helsinn har rettighederne og søger at udvikle et lægemiddel. Zealand vil modtage milestone beløb ved videre udvikling.

Udviklingsindsatsen varetages fuldt af Helsinn, Schweiz. Hensigten er med produktet at afhjælpe problemer med diarre opstået som følge af kemoterapi, hvilket er en hyppig bivirkning som kan udsætte eller forhindre denne behandling. Ved en fase 2 undersøgelse er der dog ikke opnået den ønskede positive effekt, og Helsinn er derfor nu ved at overveje mulighederne for at revurdere projektet.

Boehringer Ingelheim samarbejdsaftalerne: To aftaler med ret til milestones og royalty fra salg ved godkendelse. Udgifter til det tidlige udviklingsarbejde dækkes af Boehringer Ingelheim.

Aftalerne vedrører lægemiddelkandidater med stort potentiale. Begge aftaler er rettet mod fedme/type 2 diabetes. Under den første aftale er sigtet at udvikle et GLP-1 produkt med 1 gang ugentlig injektion. Den første produktkandidat, ZP2929, blev imidlertid fravalgt ved en beslutning truffet af Boehringer Ingelheim. Derfor er stoffet leveret tilbage til Zealand og sat på Vent. Under den anden samarbejdsaftale er der endnu ikke udmeldt noget præcist angående de mulige aktive stoffer, og metoden der påregnes benyttet. Som anført er der dog også her tale om fedme/type 2 diabetes som emne. Jævnfør Novo Nordisk's isolerede anvendelse af det aktive lægemiddel i Victoza mod svær fedme (produktet Saxenda), er der en mulighed for at udnytte fordelene ved GLP-1 vedrørende fedme alene. Hvor vidt der er tale herom vides ikke. Det skal bemærkes, at Boehringer Ingelheim samarbejder med Eli Lilly inden for nye produkter til behandling af diabetes.

Glepaglutide: Projektet udføres for egen regning og befinder sig i fase 2a (prove of concept). Produktet er rettet mod korttarmssyndrom.

Korttarmssyndrom (SBS) er en særdeles svær lidelse, som indebærer manglende evne til at optage næringsstoffer og væske i tarmene. Denne situation kræver omfattende hjælpeindsats. GLP-2 stoffet Glepaglutide tænkes anvendt via et pennesystem og vil kunne forbedre kroppens evne til at optage næringsstoffer og væske. Der er tale om en sjælden sygdom (orphan drug status kan forventes opnået). Der findes i dag et produkt med lignende egenskaber i form af GLP-2 stoffet Teduglutid (produktnavn: Revestive) fra Shire.

Dasiglucagon: Der pågår to projekter angående henholdsvis en nødpen og brug i en insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel).

Udgangspunktet er ønsket om at udvikle en nødpen til diabetikere med anvendelse i tilfælde med kritisk lavt blodsukker (hypoglykæmi). Det er en livstruende situation med behov for hurtig indgriben, da der kan indtræde koma. Udfordringen er, at frembringe en løsning som kan benyttes uden nogen forberedelse, og diabetikeren bør således altid have en sådan med sig. Det stiller imidlertid krav til sukkerstoffets holdbarhed, opløsningsevne og virkning i kroppen. Med stoffet dasiglucagon og en nødpen søger Zealand at adressere dette store behov. Da produktet ikke er et lægemiddel, vil kravene til godkendelse være lavere fra myndighedernes side. Tempoet i udviklingsarbejdet bliver tilsvarende højere med mulighed for færdiggørelse i løbet af et par år. Projektet udføres for egen regning. Konkurrencemæssigt skal det vinde anerkendelse ved sine fordele i forhold til de nuværende former for nødberedskab, der strækker sig fra druesukker og lignende til "kit" med en opløsning, som skal blandes sammen i en fart. Tilsvarende er der stor variation blandt diabetikere omkring risikoen for sådanne hændelser (mest relevant for personer, der oplever store udsving i blodsukkerets niveau). Ambitionen kan således blive at etablere en ny norm for diabetikere.

Projektet med anvendelse af dasiglucagon i en ny type insulinpumpe er fremkommet ved et samarbejde med Beta Bionics, Boston, der blev indledt i juni 2016. Hidtil er det kun insulinmængden som er blevet reguleret i sådanne pumper. Med anvendelse af dasiglucagon som modpol til insulin, er det ønsket at kunne opnå en bedre styring af blodsukkeret. Det er uklart i hvilket omfang Zealand vil blive involveret i udviklingen af instrumentet, men foreløbig har det karakter af status som en mulig underleverandør af dasiglucagon. Ved en sådan anvendelse med kontinuert karakter er kravene anderledes end ved brug i nødsituationer.

Udsigten for 2017-19 og videre frem

Ledelsen mener at være nået frem til et niveauskift i selskabets udvikling, idet lixisenatide nu er godkendt og markedsføres på de vigtigste markeder. I USA har der desværre været tale om en forsinkelse på tre år. Sanofi ser ud til i denne tid at have været tilbageholdende med salgsindsatsen i Europa og de andre lande, hvor godkendelsen blev opnået, idet man angiveligt har ønsket, at USA skulle være i front. Profilen som et nyt produkt og udsigt til en høj salgspris i USA må være forklaringen herpå. Nu går det så løs med salget, og forløbet vil vise styrken og dermed størrelsen af indtægterne til Zealand i form af royalty og hertil relaterede milepælsbeløb (ekstra bonusmulighed af ukendt omfang afhængig af salgets udvikling).

Ud fra dette grundlag er næste trin sat i gang med egne projekter. Strategien går ud på at ændre struktur fra en virksomhed med fokus på det tidlige stadie og indgåelse af partneraftaler allerede her, til i stedet at kunne løfte specialiserede produkter længere eller hele vejen frem til godkendelse. Derved kan man opnå en større andel af potentialet (eller den fulde værdi ved selv at sælge produktet til sidst). Zealand befinder sig på dette trin, som angives at strække sig frem til og med 2020. Pointen synes at være, at de to aktive stoffer udviklet for egen regning vil kunne færdiggøres inden for denne tidsramme. Det efterfølgende trin ved succes vil så blive markedsføring og dermed kræve enten etablering af egen driftsorganisation, et samarbejde eller en fusion med en passende partner med sådanne salgsegenskaber.

Udsigten er derfor i grove træk således, idet forløbet dog afhænger af de faktiske resultater af lægemidlernes egenskaber og succes i salget af Lyxumia/Adlyxin og Suliqua/Soliqua 100/33 (der benyttes to produktnavne for begge): Salgstallene bliver vigtige sammen med den generelle udvikling i konkurrence og prisforhold for de godkendte produkter, altså priser, indtrængningsevne og markedsandel. Selskabets økonomiske ramme vil blive afgjort fra denne side. De videre fremskridt under samarbejdsforholdet med Boehringer Ingelheim udgør en Joker i tilfælde af gennembrud og succes. Helsinn-projektet kæmper for at blive ført videre i en eller anden form. Ledelsen har valgt at geare op for indsatsen af omkostninger for at øge fremdriften. Håbet er, at indtægterne fra salget vil vokse markant, således at omfanget af cash burn reduceres. Milestone beløb vil fortsat veje tungt, men på kort sigt synes der ikke at være udsigt til sådanne betalinger af væsentlig dimension. Muligheden synes at bero på BI-samarbejdets forløb og eventuel indgåelse af nye aftaler.

Glepaglutide (korttarmssyndrom, SBS) skal afklares om få måneder angående videre udvikling i form af fase 3. Salgsmæssigt er det så specielt og snævert orienteret, at Zealand selv vil kunne løfte opgaven. Selskabet har ikke selv angivet nogen tidsramme, men vi vurderer, at en godkendelse kan ske om to-tre år (ultimo 2019).

Dasiglucagon med anvendelse i en nødpen (ready-to-use hypo pen) har formentlig en tidsramme på et år i bedste fald, dvs. primo 2018 og længere frem i de forskellige lande. Udnyttelse af salgspotentialet her vil kræve stor opfindsomhed, da der vil være tale om en nyskabelse, som skal opnå anerkendelse blandt læger og fagpersonale med behov for en bred markedsføring over for især diabetikere med problemer omkring kritisk lavt blodsukker. Et samarbejde med en stor salgsorganisation vil derfor være en relevant løsning.

Fra 2020 formoder ledelsen, at selskabet vil kunne løfte sig op på det næste trin i udviklingen. Zealand vil fremstå som et integreret Pharma selskab, altså med aktiviteter omfattende udvikling, produktion og salg. Vi vil dog tillade os at anføre, at formatet herfor må formodes at være udtænkt angående en specialiseret nichevirksomhed med snævert orienterede produkter. Ved siden af dette vil

udviklingsprojekterne for partnere inden for store produkter forhåbentlig rulle videre, i den udstrækning disse (og nye) projekter måtte vise sig holdbare. Den oprindelige aktivitet som opfinderlaboratorium inden for tidlig lægemiddelforskning i peptider vil fortsætte.

Det er fuldstændig uklart, hvilke resultater man vil kunne opnå fagligt såvel som økonomisk inden for denne trods alt kort tidsramme. Skuffelser er en del af branchens struktur, og i 2016 måtte Zealand således opgive et projekt i eget regi med danegaptide, der blev udviklet med henblik på at afhjælpe hjerteflimmer. Pointen omkring fremtiden for Zealand synes dog at fremstå klart, nemlig at ledelsens ambitioner er høje, og forventningerne til den økonomisk værdi af det første aktive stof lixisenatide må derfor også blive bedømt meget optimistisk af ledelsen. Selv om man er nået tidspunktet med udsigt til løbende og sandsynligvis stærkt stigende indtægter fra salg af godkendte produkter, så vil styringen blive udøvet under hensyn til cash burn presset. Der skal hele tiden findes en balance, så den fremadrettede indsats ikke bliver for stor, hvorved der vil være risiko for en hård opbremsning i tilfælde af problemer med afsætningen af produkterne med lixisenatide som indhold. Selskabet vil af investorerne blive opfattet som stående på et ben.

Aktien

Den lange ventetid med produkterne "inde i ovnen" er nu overstået. Lixisenatide skal nu møde virkeligheden ude i markedet. Make or break – salgstallene vil vise udfaldet. Værdien vil blive klarlagt, men det afhænger af en række faktorer: vil kombinationsproduktet kunne oparbejde en stor markedsandel af den samlede behandling af fremskreden type 2 diabetes, og hvordan vil markedsforholdene udvikle sig, inklusiv effektiviteten af Sanofi's indsats? Det skal jo helst gå stærkt, idet Zealand's rettigheder som hovedregel rækker 10 år fra godkendelsestidspunktet i de respektive lande. Herefter overtager Sanofi alle rettigheder uden yderligere betaling.

Selskabets børsværdi ved kurs 112 udgør 2,929 mia.kr. I vurderingen af selskabets fremtid og aktiens værdipotentiale skal der efter vores opfattelse fokuseres på det langsigtede perspektiv afvejet over for risikoforholdene. Her er især konkurrerende produkter og muligheden for uventede afbræk alvorlige trusler. Novo Nordisk er således på vej med 1 gang ugentlig frekvens i et kommende GLP-1 produkt. Tidsmæssigt er Zealand pt. ved "take off" punktet for indtægter fra produktsalg, men pengestrømmen vil i de førstkomende år blive pløjet ned i R&D-udgifter til de igangsatte projekter. Der er altså ikke blot tale om at vurdere værdien af lixisenatide 10 år frem, men om der vil ske en værdiforøgelse (med risiko for tab) ved "recycling" af disse penge i form af udviklingsindsatsen i de næstkommende produkter.

Placeringen inden for peptider er for os at se glimrende med store medicinske behandlingsmuligheder og beskyttelse/fordele takket være selskabets teknologi og evne til at modificere peptid-molekyler. Med et udgangspunkt som naturligt forekommende stoffer er odds gode for en positiv virkning, samtidig med at risikoprofilen burde være lav. Sandsynligheden for succes i sådanne R&D-projekter er derfor god.

En indikation af det enorme - men fuldstændig uvurderlige potentiale - fremgår af selskabets udestående ramme for mulige milestone betalinger, der er på 6,5 mia. kr. - men dette tal er ren teori. Lixisenatide har trods sin succes således indtil nu "kun" formået at indvinde 57 % af dets samlede ramme, selv om produktet er færdiggjort og markedsføres. Pointen er, at Zealand med sine produktkandidater fremstår med en stor opadgående følsomhed (upside potentiale), hvilket kræver succesfuldt udviklingsarbejde og et forspring i forhold til andre produkter, som vil kunne dukke op. Store milestone tal indikerer selvsagt også mulighed for store royalty beløb efterfølgende, så elastikken opad er fantastisk. Forenklet udtrykt: det gælder bare om at udvikle nogle få produkter, da deres værdi vil være høj.

Som investor bør man kunne have tålmodighed til at vente på resultaterne af den storstilede satsning, som man gennemfører i selskabet, hvilket vel vil sige mindst tre år til 2020 som tidsramme. Aktien har trods flere forsøg på et niveauskift op ad i børskurs indtil videre kun præsteret et lavt samlet afkast siden børsintroduktionen, hvilket primært må tilskrives forsinkelsen i USA for godkendelsen af lixisenatide. Dermed er Zealand blevet til en prøve på investorernes tålmodighed. Denne belastning indebærer en relativ lav børsværdi og dermed gunstige betingelser for køb af aktien til gavn for nye investorer. Køb og gem er vores konklusion.

Regnskabstal Zealand Pharma

mio. DKK	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
Indtægter	224	7	154	188	235	250
F&U udgifter	183	164	180	215	268	350
Administration	28	34	40	45	52	50
Driftsres. (EBIT)	33	-186	-74	-120	-116	-150
Res. før skat	-36	-184	-72	-120	-159	-160
Balance	521	347	597	635	695	400
Likvider	486	311	538	440	337	175
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	491	316	253	252	278	125
Antal ansatte	104	111	103	110	124	130
Antal aktier mio. styk	22,6	22,7	23,2	24,4	26,1	26,3
Res. pr. aktie DKK	-1,6	-8,1	-2,9	-4,8	-6,3	-5,7
Udbytte DKK	0	0	0	0	0	0
Indre værdi DKK	21,7	13,6	11,2	10,6	10,6	4,8

Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
17-11-2016	111	Køb	Køb
13-09-2016	107,5	Køb	Køb
06-06-2016	118	Køb	Køb
04-04-2016	134	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.