

**I de kommende tre-fire år skal fire R&D-projekter færdiggøres, og godkendelse forventes kort tid efter. Zealand vil skifte profil fra at være et udviklingselskab til en stilling som specialiseret medicinalsekskab med egne produkter og salg**

- Selskabet øger sin indsats i udviklingsarbejdet med fokus på dasiglucagon og glepaglutide. HypoPal nødpennen til brug ved farlige eller direkte livstruende situationer med for lavt blodsukker anvender dasiglucagon. Fase 3 undersøgelserne påregnes afsluttet i år, så ansøgning om godkendelse kan indleveres i 2019. Produktet er primært rettet mod type 1 diabetikere, og markedet for insulinprodukter er domineret af tre store selskaber. Selskabets intention er at finde en partner til at varetage det kommercielle salg. Dasiglucagon anvendt til nyfødte med overproduktion af insulin har orphan drug status og kan færdiggøres i løbet af 2019. Dasiglucagon anvendt i en ny type insulinpumper som modvægt til insulin er nået fase 2b i et projekt drevet af Beta Bionics. Formatet i dette projekt må formodes at kræve en stor partner. Det sidste af de fire projekter er glepaglutide (korttarmssyndrom SBS), og dette mulige lægemiddel er ligeledes tildelt orphan drug status. De hidtil opnåede resultater er positive. Godkendelse i 2020 er tidsperspektivet.
- Cash burn udgør bagsiden af medaljen og begrænsningen i selskabets indsats af ressourcer. Guidance for driftsomkostningerne i år angives til 475-495 mio. kr. (372 mio. kr. i 2017), svarende til en stigning på ca. 30 %. De likvide reserver er på 664 mio. kr. Indtægterne består i royalty beløb fra Sanofi på salg af godkendte produkter baseret på lixisenatide (2017: 39 mio.kr.) og milestone/licens beløb (2017: 101 mio. kr.), som fremkommer et ad gangen ud fra de opnåede resultater i R&D-projekterne og ud fra salgstallene. Indtægterne er derfor meget usikre og vanskelige at bedømme på forhånd. Realistisk set rækker den likvide reserve to år frem, altså 2018 og 2019.
- Potentialet for værdiudviklingen i Zealand er enormt, og det hele vil blive afklaret i løbet af de kommende tre-fire år. Det er en high risk/reward situation. Børsværdien på 3,0 mia.kr. anser vi for særdeles lav set i forhold til produktkandidaternes potentiale og høje sandsynlighed for at kunne indfri de opstillede krav til godkendelse. Ledelsens strategi er i løbet af tre-fire år, at løfte selskabet op på et højere niveau fra R&D-udvikler til at optræde på markedet med egne specialprodukter, samtidig med at R&D indsatsen videreføres både inden for nicheprodukter og inden for peptider anvendt til store sygdomsområder som diabetes, fedme og hertil relaterede forhold.
- Aktien har været en tålmodighedsprøve for investorerne siden børsintroduktionen 23-11-2010 på kurs 86. I dag er kursen 98. Det er nu det gælder. Afgørelsens time er nær.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 98

Børs: Nasdaq København, MidCap indekset

Markedsværdi: 3.014 mio. DKK

Antal aktier: 30.751.327 styk

Næste regnskab: Q1 regnskab 16-05-2018

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Stærkt køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 90 – 130 (uændret)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 150 – 200 (uændret)

Tidligere anbefaling: Køb/Stærkt køb den 14-11-2017 ved kurs 93,5



## Forventninger til indeværende regnskabsår

Aktiviteten i form af omkostningsindsats øges i år med ca. 30 % efter en tilvækst på +16 % i 2017. Det skyldes udgifter til fase 3 undersøgelser af dasiglucagon og glepaglutide. Indtægter opnås fra Sanofi i form af royalty, men herfra er der ingen guidance for salget. Milestone beløb er den anden indtægtskilde, og det beror på succes i R&D-forløbet og af salgsbetingede tal. 2018 bliver dermed et år med høj aktivitet. Færdige data for dasiglucagon anvendt i en nødpenn (HypoPal) forventes i løbet af året.

Kursudvikling 12 måneder. Høj 140 / Lav 79.

## Facts om Zealand Pharma

- Biotekvirksomheden blev etableret i 1998 med fokus på ekspertise inden for ny medicin baseret på peptider. Diabetes og fedme var og er de store emner for sådanne lægemidler. Udviklingsindsatsen er for et par år siden blevet opdelt og drejet mere over mod specielle sygdomsområder (nicher), hvor peptidbaseret medicin har særlig relevans og potentiale. Der er tale om nye former for medicinsk behandling, hvilket kan føre til orphan drug status (et sygdomsområde med færre end 200.000 patienter i USA og tilsvarende maksimalt 250.000 i EU) og dermed reducerede R&D-udgifter end ved alment dækkende lægemidler. Selskabet har etableret en stærk position inden for identificering, design og udvikling af nye og robuste peptid-lægemidler, der besidder forbedrede egenskaber (positiv effekt og forlænget virkningstid som følge af langsom nedbrydning i kroppen).
- Zealand Pharmas styrke ligger fortsat i det tidlige stadie med at designe og udvikle nye terapeutiske peptider. Selskabets størrelse og begrænsede ressourcer kombineret med stor dynamik spiller ind her. Der er flere ideer end kræfter til at afprøve dem. På grundlag af de forventede voksende indtægter fra salget af de to godkendte produkter (Suliqua/Soliqua 100/33 og Lyxumia/Adlyxin), har ledelsen øget forskningsindsatsen. Strategien er at fastholde udvalgte projekter for egen regning længst muligt for at udnytte værdipotentialet bedre. Ultimativt ønsker man selv at registrere og markedsføre specialiserede lægemidler. Tidsrammen er usikker men angives til muligvis at kunne opnås i 2019/20 for det mest fremskredne projekt (HypoPal).
- Projekter med lægemiddelkandidater rettet mod store sygdomsområder som diabetes/fedme kræver omfattende og meget dyre kliniske studier. Denne type af produktkandidater vil stadigvæk blive udlicensieret til store pharma-selskaber. Konkret pågår der i øjeblikket to sådanne projekter, som i 2017 nåede frem til fase 1 og dermed blev overført til partneren Boehringer Ingelheim.
- Selskabets første produkt Lyxumia (produkt navn uden for USA) og Adlyxin (produkt navn i USA) er godkendt i mere end 60 lande og markedsføres i over 40 af disse. Sanofi ejer rettighederne og varetager hele produktionen. Zealand modtager royalty betaling 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. 7 mia. USD i omsætning, og væksten er fortsat høj (20 %). Novo Nordisk's Victoza har en markedsandel på 50 %. Andre konkurrenter er AstraZeneca, GSK og Eli Lilly.
- En kombination af ovennævnte GLP-1 (stoffets navn: lixisenatide) og det langtidsvirkende insulinprodukt Lantus blev i 2017 lanceret af Sanofi. Produkt navnet i USA er Soliqua 100/33 og i Europa Suliqua. Europa er lidt bagefter USA i salgsudrulningen. Royalty er aftalt til en fast lav tocifret procentandel af Sanofi's fulde salgsindtægter, dvs. inklusiv Lantus elementet og pennen. Novo Nordisk råder over et lignende produkt, Xultophy (kombination af Tresiba og Victoza). Dette produkt er også blevet godkendt og sendt på markedet i EU og USA, men Sanofi kom først i USA med sit produkt.
- Ledelsen består af Britt Meelby Jensen (CEO), Mats Peter Blom (CFO og Investor Relations), Adam Steensberg (medicinsk udvikling), Andrew Parker (forskning) og Ivan Møller (teknisk udvikling og drift; tiltrådt 01-03). Martin Nicklasson (PhD pharma) er bestyrelsesformand. Selskabet beskæftigede sidste år i gennemsnit 128 ansatte, hvoraf de 82% arbejder med R&D-opgaver. Andelen af ikke-danske medarbejdere oplyses til at være 15 %. Aktiviteterne er samlet i Glostrup.
- Aktionærer med over 5 % er: Sunstone (Danmark) 7 % og Wellington Management Group (USA) 5 %. Selskabet har 16.348 aktionærer (marts 2017: 15.623). I 2017 gennemførte Morgan Stanley og Goldman Sachs en målrettet aktietegning for Zealand forud for en ADS-notering af aktien på Nasdaq Global Select Market, USA. Andelen af danske ejere er derfor faldet til knapt 45 %, mens andelen af aktionærer med hjemsted i USA er steget til at udgøre knapt 30 %.

## Produkter og projekter i pipelinen

**Lyxumia (Europa.) / Adlyxin (USA):** På markedet. Sanofi ejer rettighederne og forestår salget. Zealand modtager royalty.

**Soliqua 100/33:** På markedet i USA fra 04-01-2017. Sanofi ejer rettighederne og forestår salget. Zealand modtager royalty.

**Suliqua:** Godkendt og lanceret i Europa i løbet af 2017. Sanofi ejer rettighederne og forestår salget. Zealand modtager royalty.

Bemærkning: Lixisenatide (GLP-1) er navnet på det aktive stof i Lyxumia og Adlyxin, og dette aktive stof indgår som komponent sammen med Lantus (Sanofi's langtidsvirkende insulin) i Soliqua 100/33 og Suliqua. Zealand modtager licensbetalinger på Sanofi's salg svarende til en lav, trinvist stigende tocifret procentandel. En tidligere ansat forsker er berettiget til en andel på 13,5 % af Zealands indtægter.

**Glepaglutide:** Fase 2 forsøg med behandling af korttarmssyndrom blev afsluttet positivt i juni 2017. Fase 3 forsøg forventes igangsat i USA og EU i midten af 2018. FDA har i oktober 2017 tildelt glepaglutide orphan drug designation. Korttarmssygdom (SBS) er en svær lidelse, der hindrer normal optagelse af næringsstoffer og væske i tarmene. Der er tale om en sjælden sygdom som er permanent og

kræver medicinsk behandling. GLP-2 stoffet glepaglutide påtænkes anvendt via et pen-system. Shire Pharmaceuticals har i dag et produkt på markedet (Revestive/Gattex). Udviklingen af glepaglutide udføres fuldt af Zealand, der derfor ejer alle rettighederne hertil.

**Dasiglucagon:** Har netop frigivet data fra det første fase 3 forsøg med stoffet dasiglucagon (glukagon analog) til behandling af insulinchok. Produktet vil blive brugt i en nødpen, HypoPal, der altid er klar (ready-to-use). Dataene er fremkommet hurtigere end forventet. Alle rettigheder ejes fuldt af Zealand.

Et andet projektforsøg vil bestå i fase 2b forsøg med anvendelse af stoffet i en insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel), iLet. Udviklingen foregår i et samarbejde med Beta Bionics (opfinder af ny generation af insulinpumper), mens selve produktet fortsat ejes af Zealand. Hidtil er kun insulinmængden blevet reguleret i sådanne pumper. Med anvendelse af dasiglucagon som modpol til insulin er ideen at kunne opnå en bedre styring af blodsukkeret. Det er uklart, i hvilket omfang Zealand vil blive involveret i udviklingen af dette apparat, men foreløbig har det karakter af status mulig underleverandør af dasiglucagon som en aktiv komponent. Der er opnået positive resultater i et fase 2a forsøg. Nyt om videreudviklingen ventes udmeldt i løbet af 2018.

Et tredje udviklingsprogram for dasiglucagon er allerede nået frem til fase 3 forsøg og drejer sig om behandling af medfødt lavt blodsukker (overproduktion af insulin, der vil ændres til et normalt niveau i løbet af opvæksten). Fase 3 forventes opstartet i første halvår. Her er der opnået orphan drug status.

**Elsiglutid:** Dette projekt i fase 2 rettet mod behandling af diarré opstået ved kemobehandling er sat på Hold. Partneren, Helsinn, valgte i juni 2017 at levere projektet og alle rettigheder tilbage til Zealand. Så vidt vi forstår situationen, overvejer Zealand at tage projektet videre i faseforløbet eller først at redefinere anvendelsesmåden, hvilket altså skal finde sted for egen regning og risiko.

**GLP1-GLU2 dual agonist:** Projektet nåede frem til start på fase 1 i 2017. Lægemidlet er rettet mod fedme/type 2 diabetes. Boehringer Ingelheim er partner og forestår udviklingen, der er reguleret af en aftale om rettigheder. Nyt om forløbet forventes sent i år.

**Amylin** er rettet mod fedme/type 2 diabetes. Boehringer Ingelheim forestår som partner udviklingen og senere en eventuel kommercialisering. Projektet skiftede i august 2017 til fase 1 efter en beslutning truffet af Boehringer Ingelheim. Nyt om forløbet forventes sidst på året.

**Bemærkning om samarbejdet med Boehringer Ingelheim:** I aftalerne for GLP1-GLU2 (indgået i 2011) og Amylin (indgået i 2014) er Zealand berettiget til i bedste fald at kunne opnå hhv. 386 mio. EUR (med et udestående restbeløb på 365 mio. EUR) og 295 mio. EUR (udestående restbeløb 283 mio. EUR) i milepælsbetalinger. Der er fastlagt regler for royalty på en høj en-cifret til lav to-cifret procentsats af det globale salg i 2011-aftalen og lav encifret til lav to-cifret procentsats for 2014-aftalens vedkommende. Det skal bemærkes, at Boehringer Ingelheim har indgået et samarbejde med Eli Lilly inden for diabetesbehandling angående nye produkter udviklet af begge parter.

Zealand har i 2017 styrket sit netværk omkring peptidforskning ved at indlede samarbejde med henholdsvis Orbit Discovery og Torrey Pines angående "biblioteker" (modeller) for nye peptider. En ny produktkandidat indikeres til at kunne få mulighed for at indlede fase 1 undersøgelser i begyndelsen af 2019 (GLP-1/GLP-2).



## Selskabets udvikling i 2017

Året har været præget af høj aktivitet i udviklingsindsatsen, og selskabets udgifter blev forøget med 16 %. Resultatmæssigt opnåede man både fremgang og skuffelser. Sidstnævnte ramte elsiglutid, hvor målet er et reducere bivirkninger som diarré, der kan opstå ved kemobehandling. Partneren Helsinn valgte at standse den videre udvikling af denne produktkandidat. Nu skal ledelsen i Zealand overveje stoffets fremtidige muligheder i denne eller en anden anvendelse, idet stoffets profil mht. bivirkninger er dokumenteret. Den positive side er heldigvis størst og omfatter både fremdrift for dasiglucagon og glepaglutide (korttarmssyndrom). Førstnævnte opnåede adgang til en ny indikation i form af mulighed for behandling af nyfødte med for stor insulinproduktion og dermed alvorlige problemer med for lavt blodsukkerniveau. Glepaglutide indfrie kravene i fase 2 og er klar til fase 3 undersøgelser i år. Samtidig tyder resultaterne på, at doseringen kan ændres fra en gang daglig til en gang ugentlig, hvilket må opfattes som positivt angående virkningen af det aktive stof.

Begge aftaler med Boehringer Ingelheim opnåede så overbevisende resultater, at selskabet besluttede at indlede et egentligt klinisk program. Det var imidlertid kun produktkandidaten under aftale nr. 2 som udløste en milepælsbetaling, idet en sådan allerede var betalt under den første aftale, hvorefter det pågældende produkt dog blev opgivet og leveret tilbage til Zealand (ZP2929).

Ledelsen har genforhandlet en dyr låneaftale (50 mio. USD kredit), og opnået en forbedring ved en halvering af størrelsen af dette højt forrentede lån, hvor tilbagebetalingen er reguleret ud fra indtægterne fra Lyxumia (kun anvendt som solo behandling). Her går afsætningen desværre langsomt, så det dyre lån kan blive langvarigt. Halveringen vil indebære en stor rentebesparelse fremover. Et andet vigtigt skridt var en aktietegning rettet mod investorer i USA i august måned, der var led i en plan om at co-notere Zealand aktien i New York. Provenuet udgjorde netto 502 mio. kr. i forøgelse af egenkapitalen. Kapitalberedskabet blev dermed styrket og handlefriheden sikret til at kunne klare den markante forøgelse af omkostningsindsatsen på ca. 30 %, som er planlagt.

Et vigtigt punkt, som desværre udvikler sig langsommere end vi forventede, er som omtalt Sanofi's salg af Zealand's produkter og dermed selskabets royalty indtægter, der nåede op på 39 mio. kr. Andre indtægter på 101 mio. kr. blev opnået fra milestone betalinger.

## Hvad kan vi forvente af Zealand i 2018?

Strategien er fuld fart frem. Ledelsen har angivet en udgiftsramme for driften på 475-495 mio. kr. (2017: 372 mio. kr.). Hertil kommer finansudgifter på formentlig 10 mio. kr. På indtægtssiden er opmærksomheden rettet mod salgsudviklingen for de to godkendte produkter, der baseres på lixisenatide som den aktive ingrediens fra Zealands side og dermed ret til royalty. Salgsbetingede milestone beløb forventer vi ikke udløst, da afsætningen indtil videre er gået langsomt. Fordelingen i salget er som forventet overvægt til kombinationsproduktet. Der er derimod mulighed for at opnå milestone indtægter fra R&D-forløbet hos Boehringer Ingelheim, hvor der sidst på året forventes at foreligge data for fase 1 studierne af de to produkter (der er altså tale om to uafhængige milestone muligheder). Ud over de igangværende aftaler kan der tænkes at blive indgået nye aftaler, hvor der typisk betales et "start-fee" (down payment) ved underskrivningen for at betale Zealand for det allerede udførte arbejde. Den relevante mulighed er HypoPal (dasiglucagon) - og måske en genstart af ZP2929 eller elsiglutide i ny udformning. Vi estimerer royaltyindtægter på 60 mio. kr. og andre indtægter (milestone beløb og start-op betalinger) på 60 mio. kr. (10 mio. USD). Med forbehold for fremkomst af endnu større start-up beløb ved en eventuel aftale for HypoPal tegner cash burn til at stige helt op til 360 mio. kr. i 2018, og den likvide reserve vil derfor falde drastisk til ca. 300 mio. kr. Ledelsen må derfor være stærkt interesseret i at indgå en stor aftale angående HypoPal. Det må anses for et trumfkort.

Selskabets egen R&D-indsats vil kræve stor ressourceindsats, men i praksis udføres af en meget stor del af underleverandører for at kunne fastholde Zealand som en lille og fleksibel organisation. Dasiglucagon anvendt i HypoPal projektet er i gang med fase 3 undersøgelser, og de første data blev offentliggjort 20-03 med positivt indhold, men vurderingen af disse data påregnes først omtalt fuldt i Q2 rapporten. Målet er at afslutte testfasen i år, så godkendelse vil kunne finde sted i 2019. Dasiglucagon anvendt til nyfødte befinder sig ved starten af fase 3 og er omfattet af orphan drug vilkår. Det tredje projekt med dasiglucagon anvendt i en ny generation af insulinpumper (kunstig bugspytkirtel) må formodes at ligge senere i sit forløb med en placering pt. i fase 2b, ligesom perspektivet for afsætningen er bestemt af det nye iLet device, som skal færdigudvikles og godkendes. Det vil kræve deltagelse af en stor partner eller køber af hele projektet. Der er således udsigt til afklaring af fremtiden for dasiglucagon rent teknisk i løbet af 2018. Glepaglutide (SBS) indleder fase 3 undersøgelser i år, og resultaterne må formodes at være til rådighed for en endelig vurdering af produktets anvendelighed og virkning, således at anmodning om den ønskede godkendelse vil kunne blive indleveret næste år (2019). Samlet tegner 2018 derfor til at blive et år med stor indsats i R&D og håb om en afklaring med positive udfald, men rent økonomisk vil den intensive indsats dræne det finansielle beredskab og give behov for en økonomisk genopfyldning (aktietegning eller indgåelse af en ny, stor partneraftale).

## Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

### Styrker

Zealand har to færdige produkter på markedet i USA og Europa plus flere andre lande. Pipelinen rummer et projekt i fase 3, to er ved at indlede fase 3 og et projekt er i fase 2b. Hertil kommer elsiglutid og ZP2929, som begge er leveret tilbage til Zealand og skal revurderes (pause). Alle disse udviklingsprojekter ejes fuldt ud af selskabet. Hertil kommer prækliniske projekter, hvor et molekyle forventes lanceret som nyt udviklingsprogram i 2019. Den likvide beholdning på 664 mio. kr. vil række 1½-2 år frem. Royaltyindtægterne fra Sanofi er under opbygning og rummer et stort upside potentiale. Samarbejdet med Boehringer Ingelheim kan i bedste fald føre til milepælsindtægter på



648 mio. EUR. Selskabet er førende inden for identificering, design og udvikling af robuste peptid lægemidler med forbedrede egenskaber. Peptider er en niche, hvor de mest kendte molekyler er insulin og GLP-1 (diabetes og fedme).

## Svagheder

Sanofi forestår salget af de to godkendte produkter, og fokus er lagt på USA. Zealand er derfor fuldstændig afhængig af Sanofi's salgsindsats og strategi. En stor del af upsiden i pipelinen afhænger af et positivt forløb i samarbejdet med Boehringer Ingelheim. Et eventuelt stop for disse projektførelser vil være et alvorligt tilbageslag, ligesom manglende succes for Sanofi's salg vil reducere værdien af det aktive GLP-1 stof lixisenatide, som Zealand har udviklet. Pipelinen består af få projekter, som derfor har stor vægt. Aktiekursens udvikling siden noteringen har været skuffende. Obligationslånet på 25 mio. USD er meget dyrt (høj rente på 9,375 %).

## Muligheder

GLP-1 markedet ansås pt. at have en årlig omsætning på 7 mia. USD. Væksten er fortsat høj med ca. 20 %. Behandlingen er rettet mod fremskreden type 2 diabetes. Lantus fra Sanofi er fortsat det bedst sælgende produkt inden for insulin (langtidsvirkende type), og kombinationsproduktet med lixisenatide (Soliqua 100/33/Soliqua) har derfor et stærkt udgangspunkt. Lantus er løbet ud af patent, og Sanofi har derfor interesse i at få gang i salget af kombinationsprodukterne fra Zealand, idet Sanofi dermed kan opnå en delvis patentforlængelse. Der er opnået accept for tilskud fra 65 % af de private sundhedsorganisationer i USA, mens MediCare dækker 25 %. Afsætningen har mulighed for at nå et enormt omfang. Tidsrammen for royalty-betaling til Zealand er generelt begrænset til 10 år fra lanceringstidspunktet.

## Trusler

Den største risiko er uventede bivirkninger af de to godkendte produkter ved brug igennem mange år. Hvis andre GLP-1 produkter rammes af alvorlige problemer, kan det også ramme Zealand. Da royalty betalingen er tidsbegrænset, er tempoet i partnerens indsats for indtrængning på markedet vigtig. Eventuelle myndighedspåbud om prisnedsættelser vil reducere indtjeningen. Evnen til succesfuld R&D-indsats er det afgørende punkt på langt sigt, og opgaven består i at kunne føre et snævert orienteret produkt helt frem til markedsføring. Zealands pipeline er koncentreret om få projekter, og eventuelle tilbageslag vil derfor påvirke børskursen markant. Følsomheden er stor.

## **Perspektivet for selskabets langsigtede udvikling og aktiens værdi**

Ledelsens tidsramme for selskabets langsigtede udvikling har angiveligt fastsat 2020-21 for et skift fra udviklingselskab til status som full-scale medicinalelskab med egne produkter på markedet og håndtering af salg og produktion. Sidstnævnte vil formentlig blive varetaget af underleverandører, men ansvaret for produkternes kvalitet og virkning/bivirkning vil påhvile Zealand. Dette ambitiøse mål er kun muligt at klare inden for nicheprodukter og gælder ikke bredt anvendt medicin. I R&D-arbejdet er der netop fokuseret herpå med en deling i nicheprodukter til egen fremtidig forretning og udnyttelse af selskabets specielle kompetence inden for diabetes, fordøjelse og fedtlever mv., hvor indsatsen udføres i de tidlige stadier, hvorefter projekterne overdrages til store partnere. Det er en tostrengt strategi.

HypoPal nødpenne (dasiglucagon) er nået længst frem, og det vil være et produkt midt i mellem de to yderpunkter. En samarbejdsaftale kan derfor være relevant – ikke mindst omkring salget. Her rammer man nemlig ind i de tre store aktører i type 1 diabetes: Novo Nordisk, Eli Lilly og Sanofi, idet nødpenne er beregnet til diabetikere, som har stor risiko for lavt blodsukker, og i hovedsagen er der tale om type 1 diabetikere. Som produkt er glukagon modpol til insulin og har karakter af en nødvendig sikkerhed for diabetikeren i situationer med lavt blodsukker, men det udgør ikke et virkefelt som tildes væsentlig interesse fra de tre giganters side. Med andre ord kan Zealand få mulighed for at dække et overset hul i markedet med et nyt og markant forbedret produkt i forhold til de eksisterende, der først skal blandes op og slet ikke er klar til indsats med det samme. HypoPal kan benyttes øjeblikkeligt. Fase 3 resultaterne er fuldt tilfredsstillende, og godkendelse i USA og EU kan dermed blive mulig næste år med lancering straks efter. Da der er tale om en engangspen, må kravene kunne opfyldes uden voldsomme udgifter og besvær til dette device, som Zealand vil købe af en underleverandør.

Dasiglucagon til hjælp for nyfødte børn med for høj insulindækning er en niche med få patienter. En ny og forbedret form for medicin vil kunne øge kendskabet til Zealands nye lægemiddelstof. Det påtænkes anvendt via et automatisk device (pumpe).

Glepaglutide til korttarmssyndrom (SBS) er rettet mod en langt større men også her begrænset gruppe af patienter, som er hårdt belastet af sygdommen og skal leve med den resten af livet. Markedet er derfor langt større, og Zealand vil ved succesfuld gennemførelse af projektet blive nr. 2 med et sådant produkt, idet Shire markedsfører et lignende produkt. Behovet for forbedret medicin til denne lille patientgruppe er grundlaget for at tildele orphan drug status, og det må formodes at indebære mulighed for at færdiggøre projektet i løbet af to år, så det kan nå frem til salg i 2020. Salg og distribution af et sådant specialprodukt kræver ikke en stor organisation, og det vil Zealand derfor selv kunne klare. Fremstillingen vil man derimod næppe selv varetage, da det kræver komplicerede anlæg.

Selskabets værdi består af summen af de enkelte produkters fremtidige indtjening og R&D-projekt kandidaterne samt organisationens going concern værdi i form af præstationsevne i segmentet for peptidbaserede lægemidler med førende know how i modifikation af disse molekyler for at opnå de ønskede medicinske egenskaber. Salgsudviklingen for lixisenatide-produkterne er gået langsommere end vi forventede, og i forvejen var godkendelsen i USA blevet forsinket i tre år. Yderligere har Novo Nordisk nu introduceret semaglutid (dosering 1 x ugentlig) som en ny injektionsbaseret GLP-1, og samme aktive stof er under udvikling som tablet (1 x daglig). Markedet for

GLP-1 kan dermed blive forandret, og Lyxumia/Adlyxin risikerer at blive klemmt. Her står kombinationsproduktet bedre, idet diabetikere med behov insulin er nødt til at få det hver dag. HypoPal er ved at være tæt på færdiggørelse af fase 3 undersøgelserne, og her kan den næste nyhed måske dukke op i form af et samarbejde eller en partneraftale med overtagelse af projektet, når det forhåbentligvis bliver godkendt, og salget kan påbegyndes. Indtrængningskurven bliver spændende ved succes, da de berørte diabetikere i risikogruppen (plus en række andre for sikkerhedens skyld) vil ønske at anskaffe en eller flere af disse nødpenne med det samme, altså opbygning af en slags lager hos brugerne.

Zealand er særdeles vanskelig at bedømme som aktie, idet man endnu ikke er nået til en fase med normal indtjening og dermed mulighed for at benytte gængse nøgletal som P/E. Børsværdien (98) på 3,0 mia. kr. må anses for at være langt lavere end nutidsværdien af selskabets enkelte dele i form af de godkendte produkter, R&D-projekterne og virksomhedens værdi som medicinsk udviklingsselskab. Efter vores opfattelse er aktien markant undervurderet, men den langsomme opnåelse af succes ser ud til stille sig i vejen for en positiv kursudvikling. Investorer, som deler denne positive vurdering af selskabets kommercielle muligheder, er derfor nødt til at væbne sig med tålmodighed. Sandsynligvis vil den af os forventede positive udvikling kunne tage fart, når selskabet får hul på den ønskede fremtid som full-scale medicinalsselskab, hvilket påregnes at indtræffe i 2020-21. Tålmodigheden skal derfor kunne række i mindst 2-3 år.

## Regnskabstal Zealand Pharma

mio. DKK	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
Indtægter	7	154	188	235	140	125
F&U udgifter	164	180	215	268	325	425
Administration	34	40	45	52	47	50
Driftsres. (EBIT)	-186	-74	-120	-116	-246	-350
Res. før skat	-184	-72	-120	-159	-278	-360
Balance	347	597	635	695	737	375
Likvider	311	538	440	337	589	230
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	316	253	252	278	528	175
Antal ansatte	111	103	110	124	128	135
Antal aktier mio. styk	22,7	23,2	24,4	26,1	30,7	30,7
Res. pr. aktie DKK	-8,1	-2,9	-4,8	-6,3	-9,8	-11,5
Udbytte DKK	0	0	0	0	0	0
Indre værdi DKK	13,6	11,2	10,6	10,6	17,2	5,7

## Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
14-11-2017	93,5	Køb	Stærkt køb
04-09-2017	122	Køb	Køb
22-05-2017	126	Køb	Køb
31-03-2017	112	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.