

Zealand står med fire projekter i den sene udviklingsfase. I bedste fald kan HypoPal® nødpennen komme på markedet i løbet af 2020. Glepaglutid mod korttarmssyndrom har mulighed for at opnå markedsgodkendelse i slutningen af 2020 – og dermed på markedet i 2021. Zealand ejer selv de fire senfase projekter. Vi anser det for sandsynligt, at et af de tre store diabetes-selskaber ønsker at sikre sig HypoPal® nødpennen – altså at der kan blive indgået en partneraftale herom i løbet af 2019.

- Zealand satser på udvikling af nye peptid-lægemidler. Spidsprojekterne er pt. de aktive stoffer dasiglucagon og glepaglutide.
- Glepaglutide mod korttarmssyndrom er blevet tildelt orphan drug designation i USA. Data fra igangværende fase 3 forsøg ventes i 2020. Godkendelse i slutningen af 2021 er best case tidsperspektivet.
- Dasiglucagon er det aktive lægemiddelstof i HypoPal® nødpennen til brug ved livstruende situationer med for lavt blodsukker. Fase 3 med de afgørende test hos voksne er afsluttet med de ønskede resultater. Perspektivet er, at der kan indsendes markedsføringsgodkendelse i USA i slutningen af 2019 eller begyndelsen af 2020. Derved kan man i bedste fald opnå en godkendelse i løbet af 2020. Afvisning eller krav om yderligere undersøgelser vil være en overraskelse.
- Dasiglucagon afprøves ligeledes til behandling af en sjælden sygdom hos nyfødte og småbørn med initiale problemer med for lavt blodsukker (forårsaget af for høj produktion af insulin i de første leveår fulgt af en normalisering). Fase 3 forsøg for børn fra 3 måneder og op til 12 år er i fase 3, og forsøg med børn op til 1-årsalderen indleder fase 3 i løbet af indeværende år.
- Dasiglucagon søges anvendt som aktiv komponent i en avanceret insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel) med fase 2b resultater i år.
- Cash burn udgør bagsiden af medaljen. Guidance for driftsomkostningerne i år angives til hele 550-570 mio. kr., svarende til en stigning på ca. 15 %. Den likvide reserve kan dække et så højt cash-burn i 2019 og 2020. Vi forventer dog indtægter opnået fra partnerskabsaftaler og milepæle, men vi kan ikke estimere størrelsen heraf, da up front betalinger i reglen er store.
- Børsværdien på 3,0 mia.kr. må anses som relativ lav for et selskab med tre værdimæssigt tunge projekter i fase 3. Afgørelsens time nærmer sig for disse projekter. Alligevel må risikoprofilen betegnes som høj, idet udviklingsindsatsen er koncentreret om få projekter, hvoraf de to er rettet mod små og sjældne sygdomme med begrænset salgspotentiale. HypoPal® er til gengæld rettet mod bred anvendelse og en nyskabelse. Zealand er sårbar, hvis myndighederne ikke kan godkende disse projekter.

Anbefaling:

Aktuel kurs:97

Børs: Nasdaq København, MidCap indekset

Markedsværdi:2.986 mio. DKK

Antal aktier:30.786.827 styk

Næste regnskab: Q1 regnskab den 16-05-2019

Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.:90–125 (før 70-100)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.:125 – 200 (før 125-175)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 04-12-2018 ved kurs 83



Kursudvikling 12 måneder. Høj 127 / Lav 78,6.

Finansielle forventninger til indeværende regnskabsår

2019 vil få et højt aktivitetsniveau med store udgifter til fase 3 forsøg med dasiglucagon og glepaglutide samt videreudvikling af den øvrige pipeline. Driftsomkostningerne vil stige til 550-570 mio. kr. (481 i 2018). Zealand forventer indtægter fra indgåelse af nye partneraftaler og milepæle fra bestående aftaler, men vil ikke sætte konkrete tal på. Den likvide reserve er på 1.159 mio. kr.

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

- Biotekvirksomheden har siden etableringen i 1998 forsket i udvikling af ny medicin baseret på peptider. Diabetes og fedme var og er fortsat de store emner for sådanne lægemidler. Selskabet har 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). Den fremadrettede udviklingsindsats fokuserer dog 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 tildeling af orphan drug status (færre end 200.000 patienter i USA og tilsvarende maksimalt 250.000 i EU), hvilket i så fald indebærer reducerede R&D-udgifter, kortere behandlingstid hos myndigheder og fordele omkring en periode med eksklusivitet.
- 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. HypoPal® er det mest fremskredne projekt. Afsluttende fase 3 data ventes i Q3, hvorefter der vil blive indsendt ansøgning til de amerikanske sundhedsmyndigheder med mulighed for at opnå en godkendelse i 2020. Projekter med lægemiddelkandidater rettet mod store sygdomsområder som diabetes/fedme kræver omfattende og meget dyre studier. Denne type af produktkandidater vil stadigvæk blive udlicenseret til store pharma-selskaber, hvor Boehringer Ingelheim er en vigtig partner.
- Zealands pipeline består af fire udviklingsprojekter i den sene udviklingsfase. Tidspunktet for at få markedsføringsgodkendelse og efterfølgende salgsindtægter til Zealand nærmer sig. Glepaglutid mod korttarmssyndrom, dasiglucagon i form af HypoPal®-pennen og mod medfødt lavt blodsukker hos babyer og mindre børn (Congenital Hyperinsulism) befinder sig alle i fase 3, mens dasiglucagon brugt som aktivt stof i en ny type dual-insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel) er i fase 2.
- I september 2018 solgte Zealand alle sine rettigheder og fremtidige royalty-indtægter for lixesenatide, der er det aktive stof i to lægemidler, som Zealand i samarbejde med Sanofi havde bragt ud på markedet i USA og Europa mv. Køberen var Royalty Pharma og prisen 205 mio. USD. Det har styrket selskabets likvide beholdning markant, ligesom selskabets afhængighed af disse indtægter er fjernet. En ukendt pengestrøm fremover blev herved ombyttet til en kontant udbetaling en gang for alle.
- Ledelse: Adam Steensberg (født 1974; medicin og udvikling) er midlertidig CEO fra 01-03-2019. Mats Blom (født 1965 er CFO og ansvarlig for Investor Relations indtil 31-03, hvor han fratræder), Andrew Parker (født 1965; forskning), Ivan Møller (født 1972; teknisk udvikling og drift) og Marino Garcia (født 1966; Corporate & Business Development). Martin Nicklasson (født 1955; PhD pharma) er bestyrelsesformand.
- Medarbejdere: Pr. 31-12 beskæftiger selskabet 149 medarbejdere mod 137 ultimo 2017. Hele 87 % af de ansatte arbejder med R&D-opgaver. Andelen af ikke-danske medarbejdere oplyses til at være 16 %. Kønsfordelingen er 41 % mænd og 59 % kvinder. Aktiviteterne er samlet i Glostrup.
- Aktionærforhold: Antallet af registrerede aktionær var pr. 31-12 på 16.204 (16.043 året før). Tallet er dog faldet til 15.871 pr. 04-03-2019 oplyses det. 52 % af aktionærerne er institutionelle investorer, hvoraf de 38 % er fra USA, 23 % fra Danmark og 13 % fra Schweiz. Wellington Management Group LLP, U.S. ejer 8 %, Sunstone LSV Management A/S, Danmark, 7 %, Van Herk Investments, Netherlands, 6 % og Bank Julius Bär & Co., Switzerland, 6 %. Aktiekapitalen består af 30.786.827 aktier. En placering på 3.132.086 styk blev foretaget i 2017 i USA forud for en notering på Nasdaq Global Select Market, New York.

Udviklingen i 2018 og guidance for 2019

2018 blev et år med store forandringer hos Zealand. Selskabets status som medicinalfirma med produkter på markedet ændrede sig, da man besluttede at sælge rettighederne til fremtidig royalty og milepælsbetalinger for Soliqua 100/33, Suliqua, Lyxumia og Adlyxin. Salget blev varetaget af Sanofi, men Zealands indtægter vedblev at være på et lavt niveau. Sanofi havde tilsyneladende udfordringer med for alvor at bringe salget op i volumen. Royalties relateret til de ovenfor nævnte produkter udgjorde blot 72,5 mio. kr. for årene 2015-2017 (24,9 mio. kr. i 2018). Køberen var Royalty Pharma, der betalte 205 mio. USD for de fremtidige rettigheder. Det er en flot pris, der samtidig gjorde det muligt for Zealand at indfri et højt forrentet obligationslån på 25 mio. USD knyttet op til indtægter fra det løbende salg. Netto efter alle omkostninger blev den likvide reserve styrket med 1.099 mio. kr. Herefter er Zealand gældfri og med nok penge til at klare det nuværende cash-burn to år frem (uden indregning af indtægter overhovedet). Det burde være tilstrækkeligt til at sikre sig frem til det tidspunkt, hvor man kan få indtægter fra et nyt godkendt produkt på markedet eller fra indgåelse af partnerskabsaftaler.

På ledelsesgangen valgte CEO Britt Meelby at opsigte sin stilling. Hun fratrådte pr. 28-02-2019, hvorefter Adam Steensberg midlertidigt har overtaget posten som CEO.

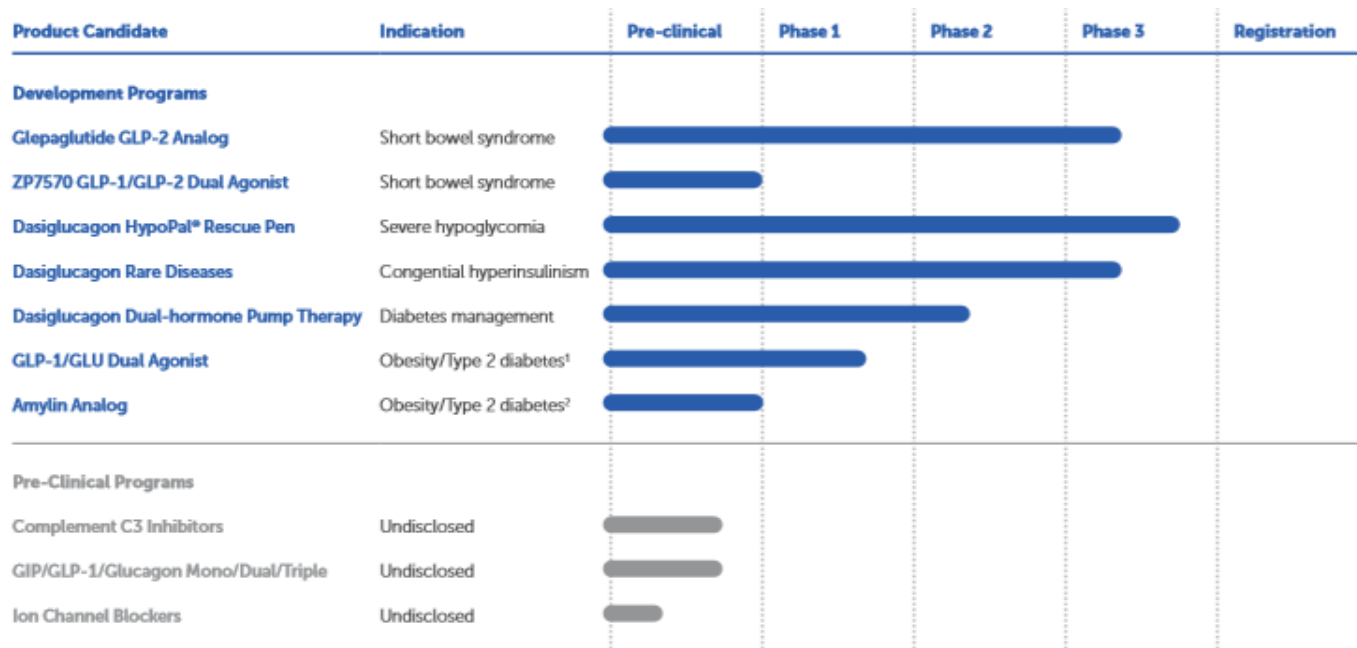
Pipelinen har udviklet sig planmæssigt i løbet af året. Zealand har fuld fart på at videreudvikle den, hvilket har medført en stigning i R&D-udgifterne til 438 mio. kr. fra 325 mio. kr. – altså en stigning på hele 35 %. Administrationsomkostningerne er derimod faldet fra 47 til

44 mio.kr. Netto endte året med et overskud på 581 mio. kr. (625 mio. kr. før skat). Frasalget af rettighederne (1.100 mio.kr. i gevinst) betød, at 2018 blev helt anderledes end normen i selskabet.

I 2019 forventer Zealand at skruer yderligere op for R&D-indsatsen med forventede driftsudgifter på 550-570 mio. kr. Zealand venter imidlertid også at opnå indtægter fra mulige nye partnerskabsaftaler og/eller milepæle, men usikkerheden herom er stor, hvorfor man guider nul i sådanne indtægter. Den likvide reserve vil blive halveret i løbet af 2019, såfremt der ikke fremkommer indtægter.

Zealand har en særdeles spændende og fremskreden pipeline

Zealand har forsket i udvikling af nye lægemidler i 20 år. I løbet af denne periode er det lykkedes at bringe lixisenatide på markedet, men som nævnt er rettighederne til dette aktive stof sidste år blevet frasolgt. Dermed skifter Zealand status fra at have godkendte lægemidler på markedet til på ny at være et R&D-pharmaselskab uden færdige produkter. Man er dog langt fremme i faseforløbet med nye, mulige produkter, hvilket beskrives nærmere nedenfor. Der knytter sig især store forventninger til udvikling af medicin baseret på de aktive stoffer glepaglutide og dasiglucagon. Zealand ejer begge fuldt ud med hensyn til rettigheder og betaler alle udviklingsomkostningerne. Tre af projekterne er inde i den afsluttende og dyre fase 3, hvilket forklarer, hvorfor R&D-udgifterne ventes at stige så meget i 2019.



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 en normal optagelse af næringsstoffer og væske i tarmene. Det skønnes, at 20.000-40.000 personer i USA og Europa er ramt af sygdommen. Fase 2 forsøg viste overbevisende resultater. Blandt andet blev det påvist, at patienterne optog næringsstoffer efter kun 3 ugers behandling. Fase 3 forsøg blev igangsat i oktober 2018 efter en dialog med FDA (de amerikanske sundhedsmyndigheder) og EMA (EU) om tilrettelæggelse af det videre forløb. Fase 3 forsøg vil omfatte 129 patienter (dobbelblindet og placebo med én eller to gange ugentlig dosering). Forsøgene vil blive udført i USA, Europa og Canada.

Hvis fase 3 forsøgene opnår de ønskede resultater, vil det være banebrydende. Patienterne med denne frygtelige sygdom skal for nærværende have en besværlig daglig behandling, mens glepaglutid kun skal benyttes en eller to gange ugentligt. Risikoen ved den nuværende behandling er alvorlige og livstruende komplikationer som blodforgiftning, blodprop, beskadigelse af lever og nedsat nyrefunktion. Derfor har FDA tildelt Zealand orphan drug designation, hvilket i første omgang medfører skattefordele, ligesom det kan føre til en årrække med eksklusivitet efter godkendelse. Data fra de igangværende fase 3 forsøg ventes at foreligge i 2020. Forudsat resultaterne ikke afviger negativt fra fase 2 forsøgene, kan der i bedste fald opnås godkendelse i USA mod slutningen af 2021. Der mangler effektive lægemidler rettet mod denne permanente sygdomstilstand.

Salg og distribution af et sådant specialprodukt vil Zealand formentlig selv kunne varetage, men produktionen vil kræve komplicerede anlæg, og det kan derfor gøre et partnerskab relevant. Prisen for behandling vil givetvis ligge på et meget højt niveau, men markedet er omvendt også af begrænset størrelse i antallet af berørte personer.

Dasiglucagon er en potentiel "first in class" glucagon analog med en stabil profil i flydende form. Dette stof er under udvikling til anvendelse i tre forskellige projekter:

- 1) HypoPal®-nødpennen med dasiglucagon som aktivt stof er i fase 3 med ventede data i Q3 2019. Pennen udvikles til behandling af insulinchok – altså til diabetikere, hvor blodsukkeret falder til et kritisk lavt niveau. Foreløbige data fra fase 3 forsøg igangsat i slutningen af 2017 er overbevisende og lever op til alle primære målsætninger. 99% af patienterne fik inden for 15 minutter blodsukkeret bragt op fra kritisk til normalt niveau med en mediantid på blot 10 minutter. Da der er tale om en engangspen, vil kravene for en myndighedsgodkendelse formentlig kunne opfyldes uden voldsomme udgifter og besvær for denne nødpenn, som Zealand vil købe sig til hos en underleverandør. Hvis alt forløber som forventet, vil der blive indsendt ansøgning om godkendelse i Q4 2019 - eventuelt først i starten af 2020. På grundlag af en godkendelse hos myndighederne vil Zealand formentlig indgå en aftale omkring salget, hvor et af de tre store firmaer inden for type 1 diabetes (insulin) Novo Nordisk, Eli Lilly eller Sanofi synes at være den relevante partner. Jf. Zealand er der dog også andre interessante muligheder. Dasiglucagon er en nyskabelse i et segment, som ikke har haft opmærksomhed i mange år. Derfor kan HypoPal® vise sig at være en velkommen nyhed. Da nødberedskab er påkrævet, kan en hurtig udrulning af en ny og velfungerende metode blive mulig. Type 1 diabetikere, som kæmper med store og ofte usystematiske udsving i deres blodsukker, udgør den vigtigste målgruppe for produktet. For mere stabile diabetikere vil det tjene som forbedret sikkerhed i nødsituationer.



- 2) Dasiglucagon udvikles sideløbende til behandling af CHI (Congenital Hyperinsulinism). Det er en sjælden sygdom 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 overproduceres insulin. I ekstreme situationer uden behandling kan det medføre skader på hjernen, og det kan kræve operative indgreb. Normalt aftager sygdomstilstanden over tid. FDA har tildelt projektet orphan drug status. Fase 3 forsøg rettet mod børn fra 3-måneders alderen og op til 12 år er blevet igangsat, og et fase 3 forsøg rettet mod børn op til 1-års alderen ventes indledt i 2019.
- 3) Dasiglucagon er det aktive stof i en dual-insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel), iLet. Man forventer at få data fra 2b studier til sommer. Udviklingen foregår i samarbejde med Beta Bionic's (der har opfundet en ny generation af insulinpumper), mens dasiglucagon som produkt fortsat ejes af Zealand. Ved hjælp af en algoritme til styring er det hensigten, at pumpen kan opretholde og kontrollere blodsukkerniveauet - altså fungere uden patienten selv skal foretage målinger og dosering. Hidtil er det kun insulinmængden, der er blevet reguleret i sådanne pumper. Det er uklart, i hvilket omfang Zealand vil blive involveret i udviklingen af dette nye apparat, men foreløbig har det karakter af status som mulig underleverandør af dasiglucagon som aktivt stof (bruges som modpol til insulin). Udviklingen af Beta Bionic dual-drug device gennemføres hurtigere end forventet, idet FDA kræver mindre omfattende kliniske studier end først antaget.

Dasiglucagon er altså langt fremme i faseforløbet, men det skal pointeres, at salgspotentialet for den sjældne CHI sygdom vil være af beskedent omfang. Til gengæld medfører tildelingen af orphan drug status en hurtigere behandlingstid hos FDA, hvorfor udgifterne til dette projekt reduceres. Zealand opnår samtidig stor goodwill ved at medvirke til at finde en forbedret løsning på dette alvorlige problem.

GLP1 / GLU dual agonist mod vægttab og type 2 diabetes med én gang ugentlig dosering indledte fase 1b forsøg i 2017 med forventet fremkomst af data i 2019 (formentlig i H1). Hensigten med denne agonist er at aktivere to receptorer samtidigt, hvilket kan føre til forbedret blodsukkerkontrol. Umiddelbart peger de første forsøg på mulighed for en bedre behandlingsform til at opnå vægttab end den nuværende medicin. Boehringer Ingelheim er partner og forestår hele udviklingen og betaler alle omkostninger. Rameaftalen blev indgået i 2011 og rummer potentielt op til 386 mio. EUR i milepælsindtægter, hvoraf de 365 mio. EUR fortsat udestår. Zealand er altså her en slags sleeping partner med upside potentiale ved et succesfuldt forløb. Det er et eksempel på et eksternt projekt.

En langtidsvirkende Amylin analog med en gang ugentlig dosering rettet mod behandling af fedme og diabetes har været under udvikling af Boehringer Ingelheim. Samarbejdet blev indledt i 2014, men sidste år valgte partneren, Boehringer Ingelheim, en ny kandidat med forbedrede farmaceutiske egenskaber mod fedme og diabetes. Dette projekt forventes gå i fase 1 i løbet af 2019. Både BI og Zealand er tillukkede med oplysninger om dette projekt. Rameaftalen er her på 295 mio. EUR, hvoraf 283 mio. EUR udestår. Her har Zealand også status som opfinder/rettighedshaver og i en passiv rolle, idet partneren udfører og bestemmer hele R&D-forløbet.

De to samarbejder med Boehringer Ingelheim indeholder udover milepælsbetalinger aftale om 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 etableret et samarbejde med Eli Lilly inden for diabetesbehandling angående nye produkter udviklet af begge parter.

Prækliniske studier for egen regning: ZP7570 er et nyt projekt med en GLP-1/GLP-2 agonist rettet mod behandling af korttarmssyndrom eller andre tarmsygdomme. De prækliniske studier er færdige, og denne lægemiddelkandidat påregnes i første halvår at indlede fase 1.

Zealand har nogle langtidsvirkende hæmmere af complement C3 i præklinisk udvikling mod en række inflammatoriske sygdomme medieret af complement systemet. Zealand regner med at kunne starte fase 1 forsøg i mennesker i 2020.

Zealand arbejder nu også med en tre-trins peptid der virker på både GIP / GLP-1 / glucagon. Disse peptider har potentiale til behandling af metaboliske sygdomme som type 2 diabetes og fedme samt andre sygdomsområder som NASH, Alzheimers og Parkinsons. Her er man dog endnu kun i prækliniske studier. Derudover sonderer man muligheder inden for ion-kanaler. Ledelsens ambition er generelt at kunne frembringe en ny projektkandidat cirka hvert andet år.

Investorenes tålmodighed testes. Hold fast er vores konklusion

8½ år efter børsnoteringen den 23-11-2010 til kurs 86 koster Zealand kurs 98. Det er dybt skuffende og afspejler en betydelig underperformance i forhold til det danske aktiemarked. Vi kan ikke forklare den manglende investorinteresse, idet Zealand i dag står stærkere end nogensinde. Den likvide beholdning rækker til to års meget højt cash-burn før indregning af mulige indtægter, der må forventes at komme. Der er således ikke udsigt til en ny aktieemission (foreløbig), om end vi ikke kan afskrive behovet herfor, hvis det ikke lykkes at indgå partneraftaler og derved opnå op front betalinger eller milepælsindtægter.

Børsværdien er på 3,0 mia. kr. Det er forbundet med stor usikkerhed at estimere værdien af selskabets pipeline, ligesom det er nærmest umuligt at estimere salgspotentialet for glepaglutid og dasiglucagon. Værdien af HypoPal® nødpennen anser vi dog for virkelig stor, ligesom glepaglutid har potentiale for at kunne erobre en stor del af markedet for behandling af korttarmssyndrom. Nogenlunde sikre tal for størrelsen af dette marked kendes ikke. Det er dog et faktum, at prisen pr. behandling for personer ramt af denne frygtelige sygdom bliver høj. Prisen vil altid være højere, når der er tale om sjældne sygdomme, hvor der er mangel på effektiv behandling.

Selvom Zealand har fire produktkandidater i fase 2 og 3, er der ingen sikkerhed for, at det udmønter sig i godkendte produkter. Sådan er biotek – selv lovende forskning kan i sidste ende fejle trods gode oparbejdede data fra tidligere forsøg. De fire projekter er desuden bygget op omkring kun to aktive stoffer. Fejler dasiglucagon i hovedprojektet (HypoPal®) vil det også ramme de to andre.

Zealand er derfor vanskelig at bedømme som aktie, idet man er tilbage i en situation som R&D-biotek selskab med cash-burn uden udsigt til indtægter fra et løbende varesalg. Kontantbeholdningen er heldigvis så stor, at den vil kunne dække et højt cash-burn i både 2019 og 2020. Børsværdien på 3,0 mia. kr. minus cash reserven på 1,16 mia. kr. (Economic Value på netto ca. 1,9 mia. kr.) vurderer vi som værende betydelig lavere end nutidsværdien af selskabets enkelte komponenter i form af de gangværende, kendte projekter og den højt specialiserede organisations going concern værdi, der udgør selskabets operationelle kerne. Risikoprofilen er dog øget som følge af overgangen til en status som rent bioteknologisk udviklingselskab. Tålmodigheden hos investorer testes, men vi mener, at der fortsat er et godt forhold med risiko og afkastmulighed. I den forbindelse skal det bemærkes, at storaktionæren, Van Herk, for nylig har udtalt, at deres store ejerandel i selskabet skyldes troen på, at Zealand før eller siden vil blive mødt af et take-over bud. Det afgørende punkt for et sådant skridt er færdiggørelsen af spændende nye produkter, som slet ikke eller kun med stort besvær og høje udgifter kan udføres i en tilsvarende udformning. Vi er helt enige i denne vurdering af Zealand's langsigtede potentiale. Fremtiden er først ved at begynde nu.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Zealand er førende inden for identificering, design og udvikling af robuste peptidlægemiddel-molekyler. Peptider omfatter blandt andet insulin og GLP-1 (diabetes og fedme behandling). Pipelinen rummer tre projekter i fase 3 med mulighed for afklaring i 2020. To samarbejdsaftaler med Boehringer Ingelheim rummer en betydelig upside mulighed med udestående milepælsbetalinger på op til 365 hhv. 283 mio. € (i bedste fald). Den store likvide beholdning kan dække to års cash-burn (2019-20).

Svagheder

Efter salg af den indtægtsgivende produktportefølje står selskabet efter 20 års virke atter uden et egentligt lægemiddel på markedet. Kursudviklingen siden børsnoteringen i 2010 har været særdeles skuffende. Mange investorer har mistet tålmodigheden og tilliden til selskabets kommercielle præstationsevne. Selskabets CEO Britt Meelby har valgt at skifte til et svensk biotekselskab. En ny CEO er

endnu ikke fundet. Zealand er især afhængig af det fremtidige forløb for glepaglutid og dasiglucagon plus de to samarbejdsprojekter med Boehringer Ingelheim. Stop/Go for de mest fremskredne projekter er nøglepunktet.

Muligheder

Glepaglutid rettet mod behandling af korttarmssyndrom adresserer et potentielt stort marked. Gattex fra Shire omsatte for 335 mio. USD i 2017, men dette produkt har en række bivirkninger, som foreløbigt ikke har vist sig ved brug af glepaglutid. Det er muligt og sandsynligt, at der i nær fremtid kan blive indgået en samarbejdsaftale angående HypoPal® pennen (dasiglucagon), der primært vil være rettet mod det store område for behandling af type 1 diabetes og sekundært til de hårdest berørte type 2 diabetikere.

Trusler

Evnen til succesfuld R&D-indsats er det afgørende punkt. Selv lovende forskning helt fremme i fase 3 kan ende med at være værdiløs. Zealands pipeline er koncentreret om få projekter, og eventuelle tilbageslag for disse vil derfor kunne påvirke børskursen markant. Følsomheden er stor. Cash-burn er steget markant i 2018, og det vil stige yderligere i 2019.

Regnskabstal Zealand Pharma

mio. DKK	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Indtægter	154	188	235	122	35	100
F&U udgifter	180	215	268	325	438	520
Administration	40	45	52	47	44	45
XO-indtægter	0	0	0	0	1.100	0
Driftsres. (EBIT)	-74	-120	-116	-249	652	-465
Res. før skat	-72	-120	-159	-275	625	-460
Balance	597	635	695	721	1.230	800
Likvider	538	440	337	589	1.159	700
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	253	252	278	515	1.116	660
Antal ansatte	103	110	124	128	149	150
Antal aktier mio. styk	23,2	24,4	26,1	30,7	30,7	30,9
Res. pr. aktie DKK	-2,9	-4,8	-6,3	-9,9	18,9	-14,7
Udbytte DKK	0	0	0	0	0	0
Indre værdi DKK	11,2	10,6	10,6	16,8	36,3	21,3

Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
04-12-2018	83	Køb	Køb
23-08-2018	93	Køb	Stærkt køb
30-05-2018	96	Køb	Stærkt køb
21-03-2018	98	Køb	Stærkt 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.