

Zealand har leveret flere spændende nyheder i andet halvår. Den bestående produktportefølje blev solgt for 205 mio. USD. Den likvide beholdning er på 1.479 mio. kr. før indfrielse af et dyrt lån. Cash-burn fortsætter dog med stor indsats (udgifter) til den igangværende produktudvikling. Pengene rækker ved uændret cash-burn til 3 år. Selskabets CEO Britt Meelby Jensen har overraskende meddelt, at hun vil stoppe til fordel for et nyt job i udlandet.

- Zealand satser på udvikling af nye peptid lægemidler. Spidsprojekterne er de aktive stoffer dasiglucagon og glepaglutide.
- Glepaglutide mod korttarmssyndrom er blevet tildelt orphan drug designation i USA og er gået i fase 3 her i oktober 2018. De hidtil opnåede resultater er positive. Godkendelse i 2020 er best case tidsperspektivet.
- Dasiglucagon er bestanddelen i HypoPal nødpenen til brug ved livstruende situationer med for lavt blodsukker. Fase 3 i det afgørende forsøg hos voksne er afsluttet med gode resultater til følge. Her er type 1 diabetikere (nyt marked for Zealand) den primære målgruppe suppleret af svær type 2 med problemer.
- Sideløbende bliver et fase 3 forsøg igangsat her i december med dasiglucagon til behandling af en sjælden sygdom hos nyfødte og småbørn med for lavt blodsukker (forårsaget af for høj produktion af insulin, som skal modvirkes i barnets første leveår).
- Cash burn udgør bagsiden af medaljen. Guidance for driftsomkostningerne i år angives uændret til 475-495 mio. kr. (372 mio. kr. i 2017), svarende til en stigning på ca. 30 %. Den likvide reserve er på 1.479 mio. kr., men royalty bond på 179 mio. kr. skal indfries. Netto er den likvide formue dermed på 1,3 mia. kr. Alle indtægter vil nu svinge kraftigt (milestones + start up fees).
- Ledelsens mål er i løbet af tre år at løfte selskabet op på et højere niveau fra en position som R&D-udvikler til at optræde på markedet for lægemidler med egne specialprodukter. Samtidig skal R&D indsatsen videreføres både inden for nicheprodukter og peptider til bredt forekommende sygdomsområder som diabetes, fedme og hertil relaterede forhold (mave/tarm).
- Børsværdien på 2,6 mia.kr. må anses som forholdsvis lav for et selskab med nu tre projekter i fase 3. Afgørelsens time nærmer sig for disse projekter. Risikoprofilen er høj, idet udviklingsindsatsen er koncentreret om nogle få projekter, hvoraf de to er rettet mod små og sjældne sygdomme med begrænset salgspotentiale.
- Topchefens beslutning om at forlade selskabet giver usikkerhed på en ny og uventet måde selvom Britt Meelby Jensen pointerer, at hun udelukkende forlader selskabet som følge af et tilbud fra et udenlandsk selskab var for godt at sige nej tak til.
- Aktien blev i 2010 børsnoteret til kurs 86. I dag koster aktien 83. Investorerne har mistet tålmodigheden. Vi ser fortsat positivt på aktien men sænker vores langsigtede anbefaling til køb, da risikoprofilen som bioteknologisk udviklingselskab er øget.

Anbefaling:

Aktuel kurs:83

Børs: Nasdaq København, MidCap indekset

Markedsværdi:2.553 mio. DKK

Antal aktier:30.758.827 styk

Næste regnskab: Årsregnskab 07-03-2019

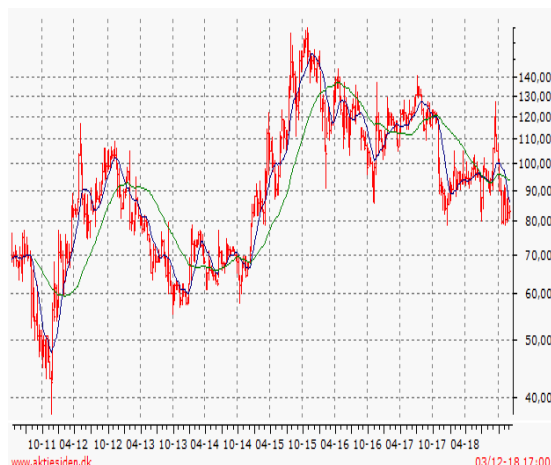
Kort sigt: Køb (uændret)

Langt sigt: Køb (før stærkt køb)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.:70-100 (før 90-130)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.:125 - 175 (før 150-200)

Tidligere anbefaling: Køb/Stærkt køb den 23-08-2018 ved kurs 93



Forventninger til indeværende regnskabsår

Zealand fastholder et højt aktivitetsniveau med store udgifter til fase 3 undersøgelserne af dasiglucagon og glepaglutide. Derfor stiger omkostningerne med forventet 30 %, og guidance om et driftsunderskud på 475-495 mio. kr. fastholdes. Zealand har solgt rettighederne for lixisenatide (overskud 1.099 mio. kr.) Milepæle er på ny den eneste indtægtskilde, men det beror på succes i R&D-forløbet. Der indkommer næppe milepælsindtægter i 2018.

Kursudvikling 12 måneder. Høj 125 / Lav 79.

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 blev etableret i 1998 med fokus på udvikling af ny medicin baseret på peptider. Diabetes og fedme var og er 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 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 vil føre til reducerede R&D-udgifter, kortere behandlingstid hos myndighederne og fordele omkring længere eksklusivitet.
- Strategien er at fastholde udvalgte projekter for egen regning længst muligt for at udnytte værdipotentialen bedst. 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 dog omfattende og meget dyre kliniske studier. Denne type af produktkandidater vil stadigvæk blive udlicenseret til store pharma-selskaber, hvor Boehringer Ingelheim er en vigtig partner.
- 26-09 indgik Zealand en aftale om frasælge rettighederne til lixesenatide, der omfatter Lyxumia (produkt navn uden for USA) og Adlyxin (produkt navn i USA) samt Soliqua 100/33 (produkt navn i USA) og Soliqua (produkt navn i Europa). 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.
- Topchefen (CEO) Britt Meelby Jensen har 26-11 indgivet sin opsigelse med fratrædelse på et ukendt tidspunkt til fordel for et andet job. Den øvrige ledelse består af Mats Peter Blom (CFO og Investor Relations), Adam Steensberg (medicinsk udvikling), Andrew Parker (forskning), Ivan Møller (teknisk udvikling og drift; tiltrådt 01-03) og Marino Garcia (Corporate & Business Development, tiltrådt 01-10). Alf Gunnar Martin Nicklasson (PhD pharma) er bestyrelsesformand. Pr. 30-09 var der 144 ansatte mod 128 ultimo 2017. Over 80 % af medarbejderne 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 %, Van Henk Investment B.V. 6,4 % og Wellington Management Group (USA) over 6 %. I 2017 gennemførte Morgan Stanley og Goldman Sachs en rettet 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 næsten 30 %.

Produktportefølje solgt til Royalty Pharma

Investorer og analytikere har i snart to år ventet på det store salgsgennembrud for Zealands produkter Soliqua 100/33 og Suliqua. Lyxumia (godkendt i over 60 lande) har endda været på markedet i længere tid i en række lande og fra primo 2017 også (under navnet Adlyxin) på det amerikanske marked. Sanofi var samarbejdspartneren, men det har knebet med at få gang i salget, og Zealands royalty har været meget beskeden. Royalties relateret til de ovenfor nævnte produkter udgør 72,5 mio. kr. for årene 2015-2017. Der er blevet gættet ivrigt på, hvor stort salget kunne blive, da det var en afgørende faktor for prisfastsættelsen af aktien.

Det var en stor overraskelse, at Zealand den 06-09 meddelte, at man solgte sine rettigheder til de fremtidige royalties og milepælsbetalinger relateret til de fire nævnte produkter for 205 mio. USD, hvor Royalty Pharma blev køber efter en gennemført budproces. Zealand er fåmælt omkring deltagerne i budprocessen, og vi ved derfor ikke om Sanofi deltog. Hvis Sanofi måtte have deltaget, kan vi dog konkludere, at deres bud i så fald ikke var på niveau med budet fra Royalty Pharma. Den opnåede pris anser vi derfor som rigtig god for Zealand, der desuden har beholdt retten til en eventuel særlig betaling på 15 mio. USD fra Sanofi i 2020. Det er dog uvist, om betalingen er underlagt visse forudsætninger, idet Zealand ikke har meldt ud herom.

Et obligationslån på 25 mio. USD var knyttet op på indtægterne fra det løbende salg, hvorfor lånet straks er blevet indfriet som en del af aftalen. Derudover er der betalt en royalty til den forsker, der i sin tid opfandt det aktive stof Lixisenatide. Netto efter alle omkostninger fik Zealand 170,6 mio. USD eller 1.099 mio. kr. ud af aftalen.

Fra at have haft produkter på markedet baseret på det aktive stof lixisenatide og dermed status af at være et medicinalfirma, skal Zealand på ny ses som et R&D-biotekselskab med en spændende pipeline af mulige produkter. Likviditetsmæssigt står selskabet dog nu i en komfortabel situation som gældfri og med en likvid beholdning på 1.300 mio. kr. Kontantbeholdningen giver selskabet den fornødne tid og frihed til at kunne videreudvikle pipeline og få de to næste projekter bragt frem til godkendelse og markedsføring.

Britt Meelby Jensen stopper som CEO

Den 26-11 kom så den næste store overraskelse. Selskabets topchef igennem de seneste fire år, Britt Meelby Jensen, har opsagt sin stilling. Hun har accepteret et jobtilbud i udlandet hos en virksomhed, der ikke konkurrerer med Zealand. Derfor varetager hun sin stilling indtil videre, mens bestyrelsen igangsætter processen for at finde hendes afløser. Britt Meelby har i sin ledelsesperiode sat et klart aftryk på Zealand og målrettet arbejdet med videreudviklingen af Zealands pipeline. Personvalg er altid vigtigt, men vi vurderer, at det også vil blive business-as-usual trods skiftet til en ny topchef.

Udviklingen i årets tre første kvartaler

Indtægterne på 24,9 mio. kr. består udelukkende af royalties fra det tidligere samarbejde med Sanofi omkring salg af Soliqua 100/33, Soliqua, Lyxumia og Adlyxin. Det kan derfor konstateres, at salget fortsat går trægt, og set i det lys synes aftalen med Royalty Pharma at være des bedre. Der er ikke modtaget milepælsbetalinger i årets løb (101 mio. kr. i de første tre kvartaler 2017). Driftsudgifterne er steget fra 252,2 til 330,6 mio. kr., hvilket skyldes det omfattende arbejde med at føre pipeline videre frem i forløbet. Den ekstraordinære indtægt på 1.099 mio. kr. fra salget af de fire nævnte produktnavne medførte, at der kunne meldes om et overskud på 704 mio. kr. (-165 mio. kr. i samme periode sidste år). Den likvide reserve er opgjort til 1.479 mio. kr. pr. 30-09 (netto 1.300 mio. kr.).

Forventningerne til 2018 fastholdes, dvs. et driftsunderskud på 475-495 mio. kr. Stigningen i driftsudgifterne skyldes primært stigende udgifter til udviklingen af især glepaglutid og dasiglucagon programmerne, der alle (4 styk) er i fase 3 – altså den dyre slutfase før man eventuelt kan ansøge om markedsføringsgodkendelse hos sundhedsmyndighederne. Hvis vi antager et uændret cash-burn i de kommende år, rækker den aktuelle likvide beholdning cirka 3 år frem, dvs. til og med 2021.

Zealand har en særdeles spændende og fremskreden pipeline

Flere projekter i pipeline er langt fremme i faseforløbet. Der knytter sig især store forventninger til udvikling af medicin baseret på de aktive stoffer glepaglutide og dasiglucagon. Zealand ejer begge fuldt ud mht. rettigheder og betaler selv udviklingsomkostningerne.

Glepaglutide er en GLP-2 analog rettet mod behandling af kortarmssyndrom, der er en permanent og livstruende sygdom. Sygdommen hindrer normal optagelse af næringsstoffer og væske i tarmene. Det estimeres, at 20.000-40.000 personer i USA og Europa er ramt af sygdommen. De hårdst ramte patienter har behov for en omfattende og livslang medicinsk behandling. Zealands projekt arbejder med anvendelse af et pen-system med en dosis på én eller to gange ugentligt. Fase 2 forsøg blev afsluttet i juni sidste år med de ønskede resultater - bl.a. blev det påvist, at patienterne optog næringsstoffer efter kun 3 ugers behandling. Fase 3 forsøg blev igangsat i oktober i år efter en dialog med FDA (de amerikanske sundhedsmyndigheder) og EMA i EU om tilrettelæggelse af det videre forløb. Fase 3 forsøg vil omfatte 129 patienter (dobbel-blindet og placebo med én eller to gange ugentlig dosering). Forsøgene vil blive udført i USA, Europa og Canada. Hvis fase 3 forsøgene opnår de tilstræbte resultater, vil det være banebrydende. Patienterne med denne frygtelige sygdom skal for nærværende have en besværlig daglig behandling. 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 hurtigere behandlingstid hos FDA plus en længere årrække med eksklusivitet efter godkendelse.

Selvom der er tale om et virkeligt nicheprodukt, kan salgspotentialet blive betydeligt. Shire Pharmaceuticals har sit produkt Revestive/Gattex på markedet. Salget heraf hos Shire var sidste år på 335 mio. USD svarende til 2,2 % af omsætningen. Denne sammenligning er interessant, idet Shire tidligere på året blev opkøbt af japanske Takeda for hele 62 mia. USD. Det viser lidt om pharma-industriens interesse også for specielle produktområder. Det skal dog nævnes, at Shire har mere end 40 produkter på markedet, så Revestive/Gattex udgør kun en lille del. Vi vurderer, at succesfuld udvikling for glepaglutid vil kunne løfte Zealand's aktiekurs betydeligt. Da der er opnået orphan drug designation status i USA, kan en godkendelse i bedste fald blive rykket frem til starten af 2020 (gæt fra vores side). Salg og distribution af dette specialprodukt vil Zealand formentlig selv kunne varetage, men produktionen vil kræve komplicerede anlæg og det kan derfor gøre et partnerskab relevant.

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) Fase 3 forsøg med dasiglucagon som det aktive stof i en nødpen, HypoPal, der altid er klar til brug. Pennen udvikles til behandling af insulinchok – altså til diabetikere, hvis blodsukker falder til et kritisk lavt niveau. Data fra fase 3 forsøg igangsat i slutningen af 2017 er overbevisende og levede op til alle primære målsætninger. 99% af patienterne fik inden for 15 minutter bloksukkeret bragt op fra kritisk til normalt niveau med en mediantid endda 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 device, som Zealand vil købe af en underleverandør. Hvis alt forløber som forventet, vil der blive indsendt ansøgning om godkendelse i Q4 2019. I tilfælde af en godkendelse fra 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.

- 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 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, der kræver operativ indgriben. Normalt aftager sygdommen over tid. FDA har tildelt projektet orphan drug status og givet godkendelse til overgang til fase 3, der vil blive igangsat i december i år. Fase 3 forsøget vil omfatte 40 børn med type 1 diabetes, og den første patient er fundet.
- 3) Et forsøg med anvendelse af stoffet i en insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel), iLet, er nået fase 2b. Udviklingen foregår i samarbejde med Beta Bionics (har opfundet en ny generation af insulinpumper), mens dasiglucagon produktet fortsat ejes af Zealand. Ved hjælp af en algoritme til styring er det hensigten, at pumpen kan opretholde og kontrollere blodsukkerniveauet - altså brug uden at 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 apparat, men foreløbig har det karakter af status som mulig underleverandør af dasiglucagon som aktivt stof (bruges som modpol til insulin). Der er opnået positive resultater i et fase 2a forsøg. Udviklingen af Beta Bionic dual-drug device kan gennemføres hurtigere end forventet, idet FDA kræver mindre omfattende kliniske studier end først antaget. Aktuelt pågår der møder med FDA omkring et undersøgelsesforløb for fase 2b og den videre vej i udviklingen frem mod igangsættelse af fase 3.

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-GLU2 dual agonist mod vægttab og diabetes 2 med én gang ugentlig dosering indledte fase 1 forsøg i 2017. Der er fremkommet oplyftende data fra testforsøg i fase 1a, og derefter igangsatte man fase 1b forsøg i august i år. Resultater fra dette forsøg ventes at foreligge i H1 2019. Hensigten med denne agonist er at aktivere to hormoner 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 inklusive betaling af alle omkostninger. Rammeaftalen blev indgået i 2011 og rummer potentielt op til 386 mio. EUR i indtægter, hvoraf de 365 mio. EUR fortsat udestår. Zealand er altså her en slags sleeping partner med upside potentiale ved et succesfuldt forløb.

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. Boehringer Ingelheim har dog valgt en ny kandidat med forbedrede farmaceutiske egenskaber. I prækliniske studier har den nye kandidat vist en mulig evne til at forhindre fedme, hvilket har fået BI til at skrinlægge den oprindelige forskning til fordel for den nye kandidat. Kliniske fase 1 forsøg igangsættes H1 2019. Både BI og Zealand er meget tillukkede med oplysninger om dette projekt. Rammeaftalen er her på 295 mio. EUR, hvoraf 283 mio. EUR udestår. Her har Zealand også status som opfinder/rettighedshaver men er 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 en GLP-1/GLP-2 agonist rettet mod behandling af korttarmssyndrom og andre tarmsygdomme. De prækliniske studier er færdige, og denne lægemiddelkandidat påregnes i 2019 at indlede fase 1. Zealand har i prækliniske studier observeret nye peptider, der har potentiale til at hjælpe patienter, der mangler Complement 3 (manglende protein i immunsystemet som følge af en medfødt fejl eller mangel på kromosom 19). Det øger risikoen for bl.a. bakteriel infektion. En klinisk kandidat ventes udvalgt i 2019. Ledelsens ambition er generelt at kunne frembringe en ny projektkandidat cirka hvert andet år.

Vi venter og venter på et takeoff for aktiekursen

Zealand blev børsnoteret den 23-11-2010 til kurs 86. Otte år efter koster aktien kurs 83. Det er således blevet en ørkenvandring at være aktionær i selskabet, og mange har mistet tålmodigheden. Salg af aktien i denne situation er forståeligt, men vi tror alligevel, at det er en forkert beslutning.

Som det fremgår af denne analyse har selskabet både glepaglutid og dasiglucagon i fase 3 forsøg. Elseglutid er leveret tilbage fra en tidligere partner, hvilket rummer mulighed for at genoptage dette projekt, der er i slutningen af fase 1. Dertil kommer den øvrige pipeline, herunder de to samarbejdsaftaler med Boehringer Ingelheim, der er rettet mod store lægemidler inden for diabetes/fedme.

Imidlertid er det særdeles dyrt at bringe et nyt lægemiddel på markedet. Selskabets cash-burn er steget til næsten en halv milliard kroner i år, så den likvide reserve skal anvendes så klogt og strategisk korrekt som muligt. Zealand står nu selv med det fulde ansvar og risikoen for at få de mest fremskredne projekter færdiggjort, godkendt og sendt ud på markedet. Milepælsbetalinger fra samarbejdet med Boehringer Ingelheim er potentielt store, men forskningen skal givetvis en del længere frem i forløbet, før der for alvor kommer store milepælsbetalinger. Sådanne beløb er i reglen større, jo længere frem man kommer. Der kan derimod fremkomme en betydelig start-up betaling omkring HypoPal, såfremt der indgås en aftale med involvering af en stor partner til at klare den praktiske udrulning af det globale salg. Her kan en eksisterende ledende udbyder inden for diabetes behandling tilbyde en langt hurtigere erobring af markedet end en nybegynder. Tempo er vigtigt for ikke at miste fremdriften og give andre firmaer tid til at indhente forspringet. Hvis man kan få godt greb om markedet, vil konkurrenter måske helt opgive at gøre en indsats i en sådan lille niche. Så kan man få segmentet for sig selv.

Zealand er vanskelig at bedømme som aktie, idet man nu er tilbage i en situation som R&D-biotech selskab med cash-burn uden udsigt til indtægter fra et løbende varesalg. Milestones indtræffer uden et præcis skema. Kontantbeholdningen er heldigvis nu så stor, at den vil kunne dække et uforandret cash-burn i tre år. Børsværdien på 2,6 mia. kr. vurderer vi som lavere end nutidsværdien af selskabets enkelte dele i form af de igangværende, kendte projekter og den højt specialiserede organisations going concern værdi.

Glepaglutid rummer en betydelig værdi, såfremt der opnås en markedsføringsgodkendelse - i bedste fald kan det lykkes i starten af 2020. HypoPal pennen med brug af dasiglucagon som aktivt stof kan også i bedste fald opnå godkendelse i løbet af 2020. Hvis alt går vel får Zealand sine to mest fremskredne produktkandidater ud på markedet i 2021, og dermed før den likvide kassebeholdning er opbrugt. Imidlertid har Zealand efter frasalget af rettighederne til royalty på de produkter, som markedsføres af Sanofi, skiftet karakter tilbage til en status som et rent udviklingsselskab uden indtægter, som kan budgetteres. Til gengæld er den likvide reserve forøget markant, og nu skal man tære på denne reserve for at kunne nå frem til den næste produktlancering. Når dette punkt nås, bør Zealand være "over the hill" og blive overskudsgivende. Risikoprofilen kan derfor blive opfattet som forhøjet, og vi sænker vores stærke langsigtede købsanbefaling til køb, der også er anbefalingen på kort sigt. Et rent udviklingsselskab inden for biotek rummer per definition en høj risikoprofil.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Zealand er førende inden for identificering, design og udvikling af robuste peptid molekyler. Peptider omfatter blandt andet insulin og GLP-1 (diabetes og fedme behandling). Pipeline 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 3 års cash-burn (2019-20-21).

Svagheder

Efter salg af den indtægtsgivende produktportefølje står selskabet efter 20 års virke uden et egentligt lægemiddel på markedet. Kursudviklingen siden børsnoteringen i 2010 har været særdeles skuffende. Mange investorer har mistet tålmodigheden og tilliden til selskabets virke. Et forestående (uventet) direktørskifte giver usikkerhed. Zealand er pt. afhængig af det fremtidige forløb for glepaglutid og dasiglucagon samt 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 for 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 vil derfor kunne påvirke børskursen markant. Følsomheden er stor.

Regnskabstal Zealand Pharma

mio. DKK	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
Indtægter	7	154	188	235	122	20
F&U udgifter	164	180	215	268	325	425
Administration	34	40	45	52	47	45
Driftsres. (EBIT)	-186	-74	-120	-116	-249	-450
Res. før skat	-184	-72	-120	-159	-275	600
Balance	347	597	635	695	721	1.250
Likvider	311	538	440	337	589	1.200
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	316	253	252	278	515	1.140
Antal ansatte	111	103	110	124	128	145
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	-9,9	1,5
Udbytte DKK	0	0	0	0	0	0
Indre værdi DKK	13,6	11,2	10,6	10,6	16,8	37,1

Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
23-08-2018	93	Køb	Stærkt køb
30-05-2018	96	Køb	Stærkt køb
21-03-2018	98	Køb	Stærkt køb
14-11-2017	93,5	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.