

2018 er startet som forventet. Der meldes om gode fremskridt i udviklingen i selskabets egne kliniske udviklingsprogrammer. Salget for to markedsførte produkter varetages af partneren Sanofi og ligger fortsat på et alt for lavt niveau. Vi ser mulighed for et boom i dette salg i nær fremtid, men usikkerhed er stor.

- Zealand satser målrettet på udvikling af nye, egne lægemidler i form af de aktive stoffer dasiglucagon og glepaglutide.
- Dasiglucagon søges udviklet til tre sygdomsområder: 1) HypoPal nødpennen til brug ved livstruende situationer med for lavt blodsukker anvender dasiglucagon, og her påregnes fase 3 resultater i Q3 2018. Ved et positivt udfald kan der således søges om godkendelse hos myndighederne allerede i 2019 med mulighed for en godkendelse mod slutningen af året. HypoPal er rettet mod personer med type 1 diabetes, så der er et stort marked. 2) Til nyfødte og småbørn med overproduktion af insulin. Dette projekt har opnået orphan drug status og vil formentlig blive færdigudviklet i løbet af 2019. 3) Samme stof søges anvendt i en ny type insulinpumpe som aktiv modvægt til insulin. Projektet udføres i samarbejde med Beta Bionics og er nået fase 2b. Nyt om den videre udvikling ventes i slutningen af 2018. Der er tale om en helt ny form for insulinpumpe (primært til type 1 diabetes).
- Glepaglutide mod korttarmssyndrom ventes at starte fase 3 i USA og i EU i andet halvår 2018. Dette lægemiddel er blevet tildelt orphan drug designation i USA. De hidtil opnåede resultater er positive. Godkendelse i 2020 er best case tidsperspektivet.
- Cash burn udgør bagsiden af medaljen og begrænsningen i selskabets indsats af ressourcer. 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 567 mio. kr. Indtægterne består i royalty beløb fra Sanofi på salg af de godkendte produkter baseret på lixisenatide (2017: 39 mio.kr.) og desuden af milepælsbetalinger (2017: 101 mio. kr.), som fremkommer fra partneraftaler på grundlag af de opnåede, positive resultater i R&D-projekterne. Disse indtægter er derfor aldeles usikre og kan ikke bedømmes på forhånd. Realistisk set rækker den likvide reserve to år frem, altså giver den dækning i både 2018 og 2019.
- Børsværdien på 3,0 mia.kr. vurderer vi som værende lav set i forhold til produktkandidaternes potentiale og høj sandsynlighed for at kunne opnå godkendelse. Selskabets egne udviklingsprojekter er rettet mod niche sygdomsområder med behov for ny medicin.
- Ledelsens mål er i løbet af tre-fire år, at løfte selskabet op på et højere niveau fra en position som 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 bredt forekommende 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 99. Vi mener, at investorer fortsat bør væbne sig med tålmodighed. Ting tager tid.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 96

Børs: Nasdaq København, MidCap indekset

Markedsværdi: 2.952 mio. DKK

Antal aktier: 30.751.327 styk

Næste regnskab: Q2 regnskab 16-08-2018

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 21-03-2018 ved kurs 98



Forventninger til indeværende regnskabsår

Zealand fastholder et højt aktivitetsniveau med store udgifter til fase 3 undersøgelser af dasiglucagon og glepaglutide programmerne. Derfor stiger omkostningerne med forventet 30 %, og guidance om et driftsunderskud på 475-495 mio. kr. fastholdes. Zealand forventer stigende royalty-indtægter fra Sanofis salg af Suliqua 100/33 i USA, men der afgives intet skøn herfor. Milepæle er den anden indtægtskilde, men det beror på succes i R&D-forløbet. De endelige 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 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 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, der i begge tilfælde er Boehringer Ingelheim.
- 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. Lyxumia/Adlyxin er et GLP-1 produkt, der anvendes i en pen til behandling af fremskreden type 2 diabetes. Markedssegmentet omfatter 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. Sanofi ejer rettighederne og varetager hele produkthåndteringen. Zealand modtager royalty betaling svarende til en lav, trinvist stigende tocifret procentandel.
- En kombination af ovennævnte GLP-1 (stoffets navn: lixisenatide) og Sanofi's langtidsvirkende insulinprodukt Lantus blev i 2017 lanceret af Sanofi. Produktnavnet i USA er Soliqua 100/33 og i Europa Suliqua. 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). Alf Gunnar Martin Nicklasson (PhD pharma) er bestyrelsesformand. Pr. 31-03-2018 var der 142 ansatte mod 128 ultimo 2017. 82 % af medarbejderne arbejder med R&D-opgaver. Andelen af ikke-danske medarbejdere oplyses til at være 15 %. Alle aktiviteter er samlet i Glostrup.
- Aktionærer med over 5 % er: Sunstone (Danmark) 7 % og Wellington Management Group (USA) over 6 %. 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 %.

Status for udviklingen i Q1 samt produkter og projekter i pipelinen

I årets første kvartal har Zealand gjort gode fremskridt i udviklingen af sine egne kliniske programmer. Omsætningen var dog på beskedne 10,8 mio. kr., hvilket var en markant nedgang fra samme kvartal sidste år, hvor Zealand modtog 69,6 mio. kr. i milepælsbetaling som følge af godkendelsen af Suliqua i Europa. Royalty-indtægterne fra Sanofis salg af Lyxumia/Adlyxin og Soliqua 100/33 / Suliqua steg med 35 %. Salgsindtægterne er dog fortsat på et lavt niveau henset til, at Lyxumia har været på markedet i flere år, mens de sidstnævnte produkter først kom på markedet fra starten af 2017. Det skal samtidig nævnes, at Zealand videregiver 13,5 % af selskabets indtægter fra disse produkter til en tidligere ansat forsker, der opfandt det aktive stof, Lixisenatide. Uden at der sættes tal på, forventer Zealand stigende royalty i år fra salget af Soliqua 100/33 (produkt navn i USA). Det må altså være salget i USA, at partneren Sanofi koncentrerer sin indsats om. Indtrængningsbarrieren for salget i Europa er åbenbart mere tidskrævende end først troet.

Der er gearret voldsomt op for udviklingsindsatsen for at bringe selskabets egne projekter videre frem mod en potentiel godkendelse og lancering. Det har krævet flere medarbejdere og dermed voksende udgifter til R&D. Prognosen for 2018 fastholdes, dvs. driftsudgifter på 475-495 mio. kr., hvoraf 92 mio. kr. er afholdt i Q1. Det likvide beredskab er på 567 mio. kr. I et udviklingsselskab kommer udgifterne per definition lang tid før indtægterne. Trods udstedelse af nye aktier i forbindelse med co-børsnoteringen i USA sidste år kan vi ikke afvise behov for en ny aktietegning sidst på året eller i 2019. Behovet herfor vil dog i høj grad afhænge af, om indtægterne fra Sanofi's salg af de ovenfor nævnte produkter for alvor begynder at vinde momentum, og om der sker så betydelige fremskridt i udviklingsarbejdet hos Boehringer Ingelheim, at der herfra kan udløses milepælsbetalinger. De to projekter blev overført til Boehringer Ingelheim for kun et år siden. Der forventes nyt om projekternes udvikling i fase 1 sidst på året. Produktmæssigt har Zealand aldrig stået stærkere, ligesom pipelinen forekommer særdeles lovende.

Eksisterende produkter på markedet

Lyxumia (Europa) og **Adlyxin** (USA) er godkendt i mere end 60 lande og markedsføres i over 40 af disse. GLP-1 stoffet Lixisenatide er det aktive stof i disse to produkter. Sanofi ejer rettighederne og forestår salget. Zealand modtager en royalty svarende til en lav, trinvist stigende to-cifret procentandel af salget. Lyxumia kom på markedet i Europa for flere år siden, mens Adlyxin først har påbegyndt salg i USA fra starten af 2017.

En kombination af Lixisenatide med Lantus (langtidsvirkende insulin fra Sanofi) har ført til godkendelse af **Soliqua 100/33** og **Suliqua** i hhv. USA og Europa. Godkendelsen i USA skete den 04-01-2017 og i Europa kort tid efter. Produkterne har således været på markedet i lidt over et år, men et decideret salgsgennembrud er endnu ikke opnået. Så vidt vi kan vurdere tingene, gør Sanofi en stor indsats især i USA for at udbrede kendskabet til produktet for at få løftet salget. Zealand modtager en lav, trinvist stigende to-cifret procentandel af Sanofis salg i en begrænset årrække.

Royalty-indtægterne i Q1 androg 10,8 mio. kr., hvoraf der betales 13,5 % til en tidligere ansat forsker, der opfandt det aktive GLP-1 stof, Lixisenatide. Sanofis salgsomfang og dermed royalty til Zealand ligger på et skuffende lavt niveau.

Konkurrencen på markedet for GLP-1 produkter rettet mod diabetes er intens, og indtil videre forløber salget for Novo Nordisk's to lignende produkter, Victoza og Xulthopy (kombination af Tresiba og Victoza), betydeligt bedre. Der er dog en begrundet tro på, at Sanofi snart kan opnå et salgsgennembrud i USA. I så tilfælde vil royalty-indtægterne til Zealand kunne stige betydeligt. Et gennembrud i salget er vigtigt for Zealand, da der er brug for en strøm af indtægter til at finansiere selskabets brede pipeline (omtales neden for).

Zealand har en særdeles spændende og fremskreden pipeline med flere projekter i fase 3

Flere projekter i pipelinen er langt fremme i faseforløbet. Der knytter sig især store forventninger til udvikling af medicin baseret på de aktive stoffer Glepaglutide og Dasiglucagon, der begge ejes fuldt ud af Zealand, der derfor også afholder alle udviklingsomkostninger.

Glepaglutide er en GLP-2 analog rettet mod behandling af korttarmssyndrom, 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 har 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. Zealand har haft dialog med FDA (de amerikanske sundhedsmyndigheder) og EMA i EU om det videre forløb med fase 3. FDA har 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. Fase 3 forsøg i USA og Europa er planlagt med opstart i H2 2018 og vil omfatte 130 patienter (dobbel-blindet og placebo med én eller to gange ugentlig dosering).

Selvom der er tale om et nicheprodukt, kan salgspotentialet blive betydeligt. Shire Pharmaceuticals har produktet 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 netop er blevet 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 over 40 produkter på markedet, så Revestive/Gattex udgør kun en lille andel. Vi vurderer, at succesfuld udvikling for Glepaglutide, 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 (gæet fra vores side). Salg og distribution af dette specialprodukt vil Zealand formentlig selv kunne varetage, mens produktionen vil kræve komplicerede anlæg.

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. Fase 3 forsøget blev igangsat i slutningen af 2017, og foreløbige data er fremkommet hurtigere end forventet. Derfor forventer Zealand allerede i Q3 2018 at komme med endelige data fra fase 3 forsøget. Da der er tale om en engangspen, må kravene for en myndighedsgodkendelse kunne opfyldes uden voldsomme udgifter og besvær for dette device, som Zealand vil købe af en underleverandør. Hvis alt forløber som forventet, kan der efter vores vurdering blive indsendt ansøgning om godkendelse allerede i første halvår 2019. I tilfælde af en godkendelse fra myndighederne vil Zealand formentlig indgå en aftale omkring salget, hvor en af de tre store inden for diabetes 1 (insulin) Novo Nordisk, Eli Lilly eller Sanofi, synes at være den relevante partner. Leverandører af insulin skal også kunne tilbyde produkter til at klare situationer med for lavt blodsukker. Dasiglucagon er en nyskabelse i et segment, som ikke har haft opmærksomhed i mange år og derfor kan HypoPal vise sig at være en velkommen nyhed.

- 2) Et forsøg med anvendelse af stoffet i en insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel), iLet, er nået fase 2b. Udviklingen foregår i samarbejde med Beta Bionics (opfinder af ny generation af insulinpumper), mens dasiglucagon produktet fortsat ejes af Zealand. Ved hjælp af en algoritme er det hensigten, at pumpen kan opretholde og kontrollere blodsukkerniveauet - altså brug uden at patienten selv skal foretage målinger. Hidtil er det kun insulinmængden, der er blevet reguleret i 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 en aktiv komponent. Der er opnået positive resultater i et fase 2a forsøg. Nyt om videreudviklingen ventes udmeldt i løbet af 2018.
- 3) Dasiglucagon til behandling af CHI (Congenital Hyperinsulinism), der er en sygdom angående medfødt tilstand med for lavt blodsukker hos babyer og videre i de første leveår (sygdommen aftager normalt relativt hurtigt). Sygdommen skyldes en defekt i bugspytkirtlens celler, hvorved der overproduceres insulin. FDA har tildelt projektet orphan drug status og givet godkendelse til overgang til fase 3.

Dasiglucagon er således langt fremme i faseforløbet, men det skal pointeres, at CHI er en sjælden sygdom, hvorfor potentialet i salget derfor vil være af beskedent omfang. Til gengæld medfører tildelingen af orphan drug status en hurtigere behandlingstid hos FDA, hvorfor pengeforbruget til dette projekt reduceres. Zealand opnår samtidig en goodwill ved at søge en løsning på dette alvorlige problem.

GLP1-GLU2 dual agonist rettet mod vægttab og diabetes 2 med én gang ugentlig dosering indledte fase 1 forsøg i 2017. Hensigten er at denne agonist aktiverer to hormoner samtidigt, hvilket kan føre til en bedre 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. Nyt om forløbet forventes sent i år. Rameaftalen blev indgået i 2011 og har et potentiale op til 386 mio. EUR, hvoraf 365 mio. EUR fortsat udestår. Zealand er altså en slags sleeping partner med upside potentiale.

En langtidsvirkende Amylin analog til fedme og diabetes udvikles ligeledes af Boehringer Ingelheim. Samarbejdet blev indledt i 2014. De prækliniske studier viste en positiv effekt mod fedme og relaterede sygdomme (diabetes). Studierne med én gang ugentlig behandling gik i august 2017 ind i fase 1. Nyt om forløbet forventes sidst på året. Rameaftalen er her på 295 mio. EUR, hvoraf 283 mio. EUR udestår. Her står Zealand også som opfinder/rettighedshaver men i en passiv rolle, idet partneren udfører og bestemmer 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 samarbejder 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). Ledelsens ambition er at frembringe en ny projektkandidat cirka hvert andet år.

Zealand er et godt langsigtet køb

Ledelsens tidsramme for selskabets langsigtede udvikling har angiveligt fastsat 2020-21 for et skift fra udviklingselskab til status som full-scale medicinalsselskab med egne produkter på markedet og håndtering af salg og produktion. Sidstnævnte vil dog 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 opdeling i nicheprodukter til egen fremtidig forretning og udnyttelse af selskabets specielle kompetence inden for diabetes, fordøjelse og fedtlever mv., hvor indsatsen kun udføres i de tidlige stadier og så overdrages projektet til store partnere. Det er en tostrengt strategi.

Alt kan ske inden for Biotek, og selv et fremskredent og lovende udviklingsprojekt kan i sidste ende vise sig at være værdiløst. Ikke al forskning lykkes. Zealand har eksempelvis oplevet et stop for elsiglutid, hvor partneren Helsinn valgte at standse den videre udvikling og levere projektet tilbage. For nærværende har Zealand ikke finansielle kræfter til selv at forestå den videre udvikling, der var rettet mod behandling af diarré opstået i forbindelse med kemobehandling. Stoffets profil med hensyn til bivirkninger blev ellers dokumenteret.

I en vurdering af aktien har Sanofi's salg af Lyxumia/Adlyxin og Soliqua 100/33/Soliqua stor betydning, men salget forløber langsommere end vi havde forventet. Zealand's indtægter i form af royalty fra Sanofi var kun på 39 mio. kr. i hele 2017, og der indkommet 11 mio. kr. i Q1 2018. Desuden kan markedet for GLP-1 blive forandret af nye produkter fra konkurrenterne, hvor Novo Nordisk har lanceret semaglutid (Ozempic; dosering 1 x ugentlig). Lyxumia/Adlyxin risikerer derfor at blive klemmt. Her står kombinationsproduktet bedre, idet diabetikere med behov insulin er nødt til at få det hver dag og er meget opmærksomme på deres niveau for blodsukker.

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 ovenfor nævnte

godkendte produkter baseret på Zealand's lixisenatide som det aktive stof. Salgsbetingede milepælsbeløb forventer vi ikke udløst i år, da afsætningen stiger langsomt.

Der er derimod mulighed for at opnå milepælsindtægter 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 tale om to uafhængige muligheder for milepælsbetalinger).

Ud over de igangværende aftaler kan der tænkes indgået nye aftaler for HypoPal med et "startup-fee", som det mest sandsynlige projekt med mulighed for involvering af en stor partner til at klare den praktiske udrulning af salget, der skal være globalt.

For 2018 estimerer vi royaltyindtægter på 60 mio. kr. og andre indtægter (milepæle og start-op betalinger) på 65 mio. kr. (10 mio. USD). Det skal pointeres, at Zealand ikke selv har meldt noget ud herom. 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 år, og den likvide reserve vil derfor falde drastisk til ca. 300 mio. kr. Ledelsen må derfor være stærkt interesseret i snart at indgå en stor aftale angående HypoPal.

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. Forventninger er kodeordet for en vurdering.

Zealand er derfor 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 (96) på 3,0 mia. kr. må efter vores opfattelse anses for at være langt lavere end nutidsværdien af selskabets enkelte dele i form af de godkendte produkter og igangværende kendte projekter. Efter vores vurdering er aktien markant undervurderet, men den langsomme salgsudvikling for de lixisenatide-baserede produkter ser ud til stille sig i vejen for en positiv kursudvikling. Investorer, som deler vores positive vurdering af selskabets kommercielle muligheder, er derfor nødt til at væbne sig med endnu mere tålmodighed. Sandsynligvis vil den af os forventede positive udvikling kunne tage fart – om ikke andet vil det kunne indtræffe, når selskabet får sin næste chance ved at tage hul på den ønskede fremtid som full-scale medicinalsselskab, hvilket påregnes at indtræffe i 2020-21. HypoPal og glepaglutide er de to mest fremskredne projekter i denne sammenhæng. Tålmodigheden skal derfor kunne række i mindst 2-3 år.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Zealands er førende inden for identificering, design og udvikling af robuste peptid molekyler. Peptider omfatter blandt andet insulin og GLP-1 (diabetes og fedme behandling). To produkter er på markedet og generer indtægter. Pipelinen rummer et projekt i fase 3, to er ved at indlede fase 3, mens et projekt er i fase 2b. Der ligger også en upside chance i elsiglutid og ZP2929, som begge af partnere er leveret tilbage til Zealand, der skal revurdere fremtiden for dem. Alle disse udviklingsprojekter ejes fuldt ud af Zealand. De to samarbejdsaftaler med Boehringer Ingelheim rummer en betydelig upside med udestående milepælsbetalinger på op til 648 mio. EUR (i bedste fald).

Svagheder

Selskabet har ingen mulighed for aktivt at påvirke salget af de godkendte produkter, idet det varetages fuldt ud af partneren Sanofi. Zealand er afhængig af samarbejdet Boehringer Ingelheim omkring udviklingen af pipelinen i den tidlige fase. Et stop for disse samarbejder vil være alvorligt, hvilket også gælder for eventuel manglende succes for Sanofi med salget af de godkendte produkter. Pipelinen består af få projekter, som derfor har stor vægt. Et obligationslån på 25 mio. USD er meget dyrt (høj rente på 9,375 %).

Muligheder

GLP-1 markedet anslås at have en årlig omsætning på 7 mia. USD med en årlig vækst på 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/Suliqua) har derfor et stærkt udgangspunkt heri. Lantus er løbet ud af patent, og Sanofi har derfor interesse i at få gang i salget af kombinationsprodukterne fra Zealand, som kan give 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 kunne påvirke børskursen markant. Følsomheden er stor.

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	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	-9,8	-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
21-03-2018	98	Køn	Stærkt køb
14-11-2017	93,5	Køb	Stærkt køb
04-09-2017	122	Køb	Køb
22-05-2017	126	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.