

ANALYSE AF ZEALAND PHARMA A/S efter årsregnskab 2023

Zealand Pharmas kernekompetence er opdagelse, design og udvikling af peptid-baserede lægemidler. Fire udviklingsprojekter er rettet mod fedme, hvoraf Zealand selv ejer de tre. Styrken i disse projekter er, at de foruden at give vægttab også adresserer fedmerelaterede følgesygdomme og/eller har en anden virkningsmekanisme end de GLP-1-baserede lægemidler. De øvrige fokusområder er målrettet sjældne sygdomme, inflammation og type 1 diabetes. Potentielt kan Zealand få godkendt to produkter mod CHI og korttarmssyndrom i år. Pipelinen ser særdeles spændende ud og rummer stor value.

- Zealand har fire igangværende projekter rettet fedme og relaterede sygdomme.
- Survodutide udvikles i flere spor i samarbejde med partneren Boehringer Ingelheim. Der er opnået særdeles stærke data fra de igangværende forsøg – senest fra et forsøg mod MASH (fedtlever). Boehringer Ingelheim vil på denne baggrund hurtigst mulig gå videre i processen.
- Dapiglutide mod fedme udvikles for egen regning. Data fra et investigator-ledet studie, DREAM, forventes i første halvår 2024 og data fra et netop igangsat 13-ugers dosis-titreringsstudie forventes i andet halvår 2024.
- Petrelintide (tidligere kendt som ZP8396) er en amylin analog også mod fedme. Der er tale om et amylinstof med en anderledes virkning og umiddelbart en bedre tolerabilitetsprofil end den nuværende vægttabsmedicin fra Novo Nordisk og Eli Lilly, hvis produkter er baseret på GLP-1. Data fra et fase 1 forsøg har vist sig overlegen i forhold til nuværende produkter på markedet. Toplinjeresultater fra del 2 af MAD-studiet ventes i første halvår 2024. Petrelintide er et potentielt ”guldæg”, men det skal pointeres, at det vil tage flere år, før man er kommet fra nuværende fase 1 til potentielt at stå med et godkendt produkt på markedet. Petrelintide vil formentlig først kunne gå i konkurrence med Novo Nordisk og Eli Lilly i 2030’erne.
- ZP6590 (GIP analog til fedme) har afsluttet prækliniske forsøg. Overgang til fase 1 ventes i 2024.

AKTUEL KURS: 649**Børs: NASDAQ København,
C25 indekset****Markedsværdi: 40.570 mio. DKK****Antal aktier: 62.512.622 styk**

- Dasiglucagon til den sjældne sygdom CHI: Første markedsføringsansøgning er indsendt til FDA, og en afklaring ventes i H2 2024. Potentielt kan Zealand stå med et salgbart produkt i år, så arbejdet med at finde en partner til at forestå salget er i gang.
- Glepaglutide mod korttarmssyndrom: Også her er der indsendt ansøgning til FDA, så også her kan en afklaring finde sted i 2024. Der er et ganske stort potentiale for Glepaglutide, hvor der er igangsat indledende forhandlinger med henblik på at finde en partner til at forestå det eventuelle fremtidige salg. Glepaglutide skal i så fald konkurrere med Gattex fra Takeda, der har et produkt på markedet, men Glepaglutide vil formentlig blive best-in-class.
- Zealand og partner arbejder videre med en mini-dosis pen og en kunstig bugspytkirtel målrettet diabetes 1. Begge projekter er i fase 2, hvoraf det ene er tæt på overgang til fase 3. Her ser Aktieinfo dog begrænset fremtidig værdi.
- Samarbejdet med Alexion: Zealand har afsluttet de prækliniske studier for ZP10068 (inflammation), hvorefter det videre forløb bestemmes af partneren. Aftalen har potentielt stor værdi, men det kan ikke afvises, at Alexion trækker sig fra aftalen.
- ZP9830 kv1.3 ion-kanal blokker (inflammation): De prækliniske studier er færdige. Opstart af fase 1 ventes i 2024.
- Den likvide reserve inklusiv ikke-trukne kreditfaciliteter samt provenuet fra en rettet emission i januar i år er på 4,1 mia. kr., hvilket ledelsen estimerer ved uændret aktivitet rækker til ind i 2027. Det er en meget komfortabel situation.

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.

ANALYSE AF ZEALAND PHARMA A/S efter årsregnskab 2023



- I år ser vi basis for opnåelse af indtægter fra sandsynlige partneraftaler for så vidt angår CHI og Glepaglutide, ligesom der kan komme indtægter fra udviklingsarbejdet med Boehringer Ingelheim og Alexion
- Big Pharma har stor interesse i at købe sig til lovende fedmeforskning, og derfor er Zealand et potentielt mål for et købstilbud.
- Aktiekursen er næsten ti-doblet siden bunden medio 2022. Der er derfor indregnet store forventninger til fremtiden. Det sagt, så kan aktieopturen fortsætte, da fedme-området tiltrækker både private-, institutionelle-, biotek- og Big Pharma investorer.
- Det er afgørende for prissætningen, at pipelinen fortsat udvikler sig succesfuldt. Ethvert tilbageslag især i forskningsudviklingen omkring fedme vil få stor negativ kurspåvirkning – og modsat. Vores kursintervaller er derfor meget brede for at tage hensyn til, at der jo også kan indtræffe et worst case scenarie, hvor selv lovende forskning fejler. Det sagt, så ser det lovende ud for Zealand Pharmas fremtid – men altså ikke uden risiko. Zealand tapper ind i en megatrend.

AKTIEVURDERING

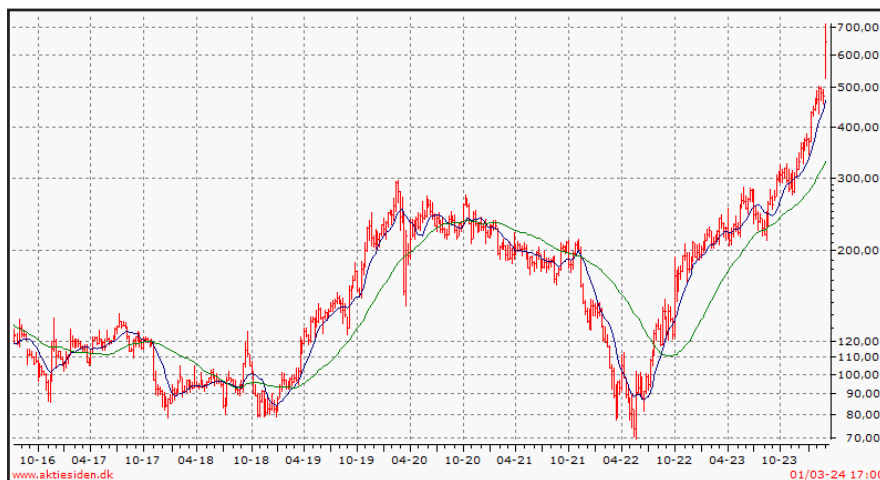
Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 450 - 800

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 450 - 900

Næste analyse efter Q1-regnskab 16-05-2024

Forklaring på viste kursintervaller: Den nedre del af kursintervallet er udtryk for, at der sker tilbageslag i pipelinen, og at en eller begge ansøgninger indsendt til FDA ikke opnår godkendelse. Den øvre del af intervallet er baseret på, at alt udvikler sig til gavn for Zealand. Hvis Zealand bliver mødt af et take-over bud vil det formentlig ske til en overpris på 50 %, hvilket ikke er afspejlet i ovennævnte kursintervaller.

Høj / lav seneste 12 måneder: 715 / 205.6



SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2024

Zealand giver ingen guidance for så vidt angår indtægter i 2024 henset til usikkerhed omkring størrelse og timing. Efter Aktieinfos vurdering vil der sandsynligvis komme milepælsindtægter og up-front indtægter fra indgåede partneraftaler.

I 2023 modtog Zealand to milepælsbetalinger fra Boehringer Ingelheim og Sanofi på ca. 285 mio. kr., mens der var indtægter på ca. 58 mio. kr. fra salg af Zegalogue og fra samarbejdet med Alexion.

Driftsudgifterne ventes i 2024 at stige til niveauet 1.100-1.200 mio. kr. mod 896 mio. kr. i 2023.

Den likvide reserve rækker ved nuværende aktivitetsniveau til ind i 2027.

Aktievurdering

2023 har været præget af lovende fremskridt i pipelinen og stærk investorinteresse fra både private investorer og biotekrelaterede fonde/investorer. 2024 er startet godt med stærke foreløbige data for Survodutide rettet mod fedme og fedtlever. Der er udsigt til et fortsat stort nyhedsflow for pipelinen i 2024, men hvor kursreaktionen vil afhænge af kvaliteten af disse nyheder. Aktieinfo ser basis for endnu et stærkt år for Zealand og aktiekursen, men det kræver, at tingene fortsætter med at gå Zealands vej. På den korte bane synes opturen dog at have været lige lovlig stejl, og kursudviklingen er blevet forstærket af inddækning af shortpositioner.

Vi ser følgende potentielle kurstriggende nyheder i 2024:

- Offentliggørelse af endelige data fra Boehringer Ingelheim fra fase 2 forsøg mod MASH.
- Videreførelse af igangværende forsøg med Survodutide i flere fedmeprojekter i samarbejde med Boehringer Ingelheim.
- Eventuel milepælsindtægt fra samarbejdet med Boehringer Ingelheim (udestående niveau for milepæle på 315 mio. EUR).
- Fremkomst af data fra fase 2a DREAM-studiet for Dapiglutide mod fedme.
- Data fra sideløbende fase 1a forsøg med selvsamme projekt mod fedme.
- Petrelintide mod fedme: data fra anden del af fase 1b MAD-studie.
- Forudsat de ventede data understøtter videreudviklingen kan overgang til fase 2 finde sted i år.
- FDA-afklaring for CHI, der er en meget sjælden sygdom. En aftale med en partner til at forestå salget vil formentlig blive indgået. Hvorledes de finansielle forhold bliver, kan vi dog ikke estimere på nuværende tidspunkt.
- FDA-afklaring for Glepaglutide mod korttarmssyndrom. En aftale med en partner til at forestå salget vil formentlig blive indgået, og her ser vi basis for opnåelse af en gunstig aftale for Zealand, da markedet er ganske stort.
- ZP9830: Her vil der blive indledt menneskelige forsøg med Kv1.3 Ion Channel Blocker. Dette har ikke endnu nogen stor værdimæssig betydning.
- Samarbejdet med Alexion: Projektet er klar til overgang til fase 1, men det videre forløb bestemmes af partneren.

Zealand fokuserer på det enorme marked for vægttabsmedicin

Fedme har fået ekstra fokus som følge af, at det nu er registreret som en egentlig sygdom. Fedme er ofte forløberen for diabetes, leversygdom, kardiovaskulære sygdomme, nyreproblemer m.m. Jævnfør regnskabet estimeres det, at over 3 millioner mennesker årligt dør som følge af overvægt. På verdensplan er 1 milliard mennesker at betegne som fede eller svært overvægtige, og alene i USA anses hele 40 % af befolkningen og komme ind under denne kategori. Chokerende nok fremgår det af Zealands regnskab, at 30 % af børn i alderen 2-4 år i USA er overvægtige eller fede.

Der er således tale om et enormt og hastigt voksende problem, som Zealand tapper ind i. Novo Nordisk og Eli Lilly har vægttabsprodukter på markedet, og har dermed first mover status. Potentielt kan Boehringer Ingelheim (via samarbejdet med Zealand) blive selskab nr. 3 med vægttabsmedicin – endda medicin der kan begrænse følgesygdommene og give markante vægttab. Med Petrelintid arbejder Zealand for egen regning på at udvikle en amylin baseret vægttabsmedicin, der skal sikre mæthedsfølelse fremfor blot at hæmme appetitten, bedre tolerabilitet og med en mildere bivirkningsprofil.

Spændende nyt ultimo februar 2024 fra en i forvejen lovende pipeline.

Zealands børsværdi skal vurderes i forhold til potentialet i selskabets pipeline, der består af en række peptid-baserede udviklingsprojekter, som omtales nedenfor. Strategien er at udvikle nye lægemidler, der har en anden virkningsmekanisme og bedre tolerabilitetsprofil end nuværende lægemidler.

Med Petrelintid (amylin-analog) er hensigten at differentiere sig fra de eksisterende vægttabslægemidler, der er baseret på GLP-1. Zealand har fokus på at udvikle et bedre produkt end de GLP-1 baserede.

Målrettet fedme har Zealand fire projekter, hvoraf selskabet ejer de tre, mens der samarbejdes med Boehringer Ingelheim om det fjerde projekt. Ultimo februar har partneren Boehringer Ingelheim rapporteret stærke fase 2 data for Survodutid til behandling af fedtlever (MASH), hvor alle endepoints er nået, herunder en væsentlig forbedring inden for leverfibrose, der er ardannelser i leve-



ANALYSE AF ZEALAND PHARMA A/S efter årsregnskab 2023

ren. Det har lignende forsøg fra Novo Nordisk og Eli Lilly endnu ikke påvist. Boehringer Ingelheim vil hurtigst muligt gå videre med studiet. Sideløbende arbejdes der med andre udviklingsprojekter for Survodutid.

Også målrettet fedme arbejder Zealand med ZP6590 (GIP-receptor agonist), der er tæt på overgang til 1, og Dapiglutid (GLP-1R/GLP-2R dual agonist), der er i fase 2 med forventede data i H12024. Det potentielt mest værdifulde udviklingsprojekt er dog Petrelintide (tidligere ZP8396), der er en amylin analog i fase 1. Alle nuværende fedmeprodukter er baseret på GLP-1, glukagon eller GLP-2, så her udskiller Zealand sig særdeles positivt. Petrelintid har nemlig vist en højere tolerance hos patienter fremfor GLP-1 baserede. Der ventes data fra et igangværende forsøg, der måler effekten af vægttab efter 16 ugers brug, i løbet af første halvår 2024. Der er tale om et projekt i fase 1, så der er lang vej til eventuel markedsgodkendelse, men såfremt alt flasker sig, kan Zealand potentielt stå med en alvorlig konkurrent til nuværende vægttabsmedicin i 2030'erne.

I slutningen af 2023 har Zealand indsendt markedsføringsansøgning til FDA i USA for så vidt angår CHI og Glepaglutide. Zegalogue er godkendt og salgbart i USA og en afgørelse hos EMA i Europa nærmer sig.

Beskrivelse af pipelinen:

Product Candidate*	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Registration
Obesity	Dapiglutide (GLP-1R/GLP-2R Dual Agonist)	Obesity			
	Petrelintide (amylin analog)	Obesity			
	ZP6590 (GIP receptor agonist)	Obesity			
	Survodutide (GCGR/GLP-1R dual agonist) ¹ 	Obesity and MASH			
Rare diseases	Dasiglucagon: Continuous Subcutaneous Infusion	Congenital Hyperinsulinism			
	Glepaglutide (GLP-2 Analog)	Short Bowel Syndrome			
Inflammation	ZP 9830 (Kv1.3 Ion Channel Blocker)	Undisclosed			
	ZP 10068 (Complement C3 Inhibitor) ² 	Undisclosed			
Type 1 diabetes	Dasiglucagon: Bi-Hormonal Artificial Pancreas Systems	Type 1 Diabetes management			
	Dasiglucagon: Mini-Dose Pen	Type 1 Diabetes exercise-induced hypoglycemia			

* Investigational compounds whose safety and efficacy have not been evaluated or approved by the FDA or any other regulatory authority.

¹ Co-invented with Zealand Pharma. Boehringer Ingelheim is funding all activities and is exclusively responsible for clinical development. Up to EUR €315 million outstanding potential development, regulatory and commercial milestones to Zealand Pharma, plus high single to low double digit percentage royalties on global sales.

² Licensed to Alexion: USD \$610 million potential development, regulatory and commercial milestones and high single to low double digits percentage royalties on net sales.

Pipelinen rettet mod fedme:

- Survodutide** udvikles i samarbejde med Boehringer Ingelheim, der forestår udviklingen og betaler alle omkostninger. Zealand er berettiget til milepælsbetalinger op til 315 mio. EUR og høje encifrede til lave to-cifrede procentuelle royalties fra eventuelt kommende salg. Samarbejdet er en ren win-situation for Zealand, og potentielle fremtidige indtægter kan blive meget store, men det ligger nogle år ude i fremtiden. Der er tale om tre udviklingsspor mod fedme, type 2 diabetes og fedtlever (MASH) med et fælles mål om at teste en GLP1/GLU dual agonist med én gang ugentlig dosering. Boehringer Ingelheim kører tre separate fase 3 forsøg kaldet SYNCHRONIZE 1 og 2 samt CVOT. SYNCHRONIZE 1 og 2 er rettet mod fedme hos personer med og uden diabetes 2. SYNCHRONIZE-CVOT omfatter forsøg med personer med overvægt eller fedme kombineret med kardiovaskulære sygdomme og kronisk nyresygdom. Ultimo februar er der kommet foreløbige data fra fase 2 forsøg mod MASH (fedtlever), hvor alle end-points blev nået. Mange overvægtige lider af leversygdomme, heraf har 75 % fedtlever og 34 % MASH, der er fedtlever med en betændelsestilstand. Resultaterne vurderes at være bedre, end hvad Novo Nordisk og Eli Lilly har fremvist i deres fase 2 studier. CEO Adam Steensberg betegner derfor de opnåede data som skelsættende. Boehringer Ingelheim vil hurtigst muligt gå videre i udviklingsprocessen. De endelige data fra fase 2 forsøget offentliggøres senere i H1 2024. Projektet har "Fast Track Designation" hos FDA i USA, hvilket sikrer en hurtigere behandlingstid end normalt. Det skal dog bemærkes, at der inden mar-

kedsansøgning skal gennemføres fase 3 studier og siden forberedelse af ansøgningen. Tidspunktet for indsendelse af ansøgning til FDA ligger formentlig 2-3 år ude i fremtiden i bedste fald.

- 2) **Petrelintid** (langtidsvirkende amylin analog tidligere kendt som ZP8396) udvikles for egen regning til behandling af fedme. Fase 1a data fra et single ascending dose (SAD) studie, hvor deltagerne fik én enkelt injektion, har vist et gennemsnitligt vægttab på 4,2 % ved 2,4 mg Petrelintid. Første del af et fase 1b multiple ascending dose (MAD) studie har påvist, at personer på 0,6 mg og 1,2 mg opnåede et gennemsnitligt vægttab på hhv. 5,3 og 5,1 % ved seks ugentlige injektioner med meget lave doser af Petrelintid. De første tidligere data fra 6-ugers studiet med meget lave doser indikerer, at Petrelintid har vægttabspotentiale på niveau med GLP-1 og en bedre tolerabilitetsprofil. Anden del af fase 1b studiet undersøger signifikant højere doser over længere tid, nemlig 16 uger, og med gradvis op-titrering. Data fra dette forsøg ventes i H1 2024. Novo Nordisk har præsenteret data fra fase 2 studier med deres langtidsvirkende amylin analog cagrilintide, både i personer med overvægt/fedme uden diabetes og i personer med diabetes, som indikerer et stort potentiale for amylin i forhold til vægttab, tolerabilitet og markører for kardiovaskulær risiko for blodtryk, hjerterytme, kolesterol. Det er vigtigt i relation til Petrelintid, som kan blive et "guldæg" for Zealand. Det vil dog tage år og koste mange penge at komme fra fase 1 via fase 2 og 3 til en egentlig markedsføringsansøgning, men det er især dette projekt, som ledelsen har meget store forventninger til.
- 3) **Dapiglutide** er en GLP-1/GLP-2 receptor dobbeltagonist, som udvikles til behandling af fedme og til at adressere low-grade inflammation, som er en tilstand hos mange personer med overvægt og fedme, fordi fedtvævet er med til at skabe en kronisk betændelsestilstand i kroppen. Der er grund til at tro, at GLP-2 komponenten bl.a. kan hjælpe med at reducere denne betændelsestilstand. Zealand er tilsyneladende det eneste selskab, der har en GLP-1/GLP-2 under klinisk udvikling. Næste skridt i den videre udvikling, afhængigt af resultater fra fase 2a DREAM-studiet (forventes i H1 2024) og 13-ugers dosis titreringsstudiet (data forventes i H2 2024), vil formentlig være et fase 2b studie. Tidsperspektivet for et eventuelt færdigt og godkendt produkt ligger flere år ude i fremtiden.
- 4) **GIP analog (gastric inhibitory peptide) (ZP6590)** er et projekt for egen regning rettet mod fedme. Målet er at bringe GIP analogen som monoterapi i fase 1 i første halvdel af 2024.

Pipelinen rettet mod sjældne sygdomme:

- 5) **Dasiglucagon** udvikles til behandling af CHI (Congenital Hyperinsulinism), der er en sjælden og oftest medfødt tilstand med en defekt bugskyttekirtel, som fører til overproduktion af insulin dermed ofte alvorlige komplikationer forårsaget af for lavt blodsukker. Heldigvis fødes kun en ud af 28.000-50.000 nyfødte svarende til 180-300 årligt i USA og Europa af denne sygdom. FDA i USA og EMA i EU har tildelt "orphan drug designation status" (skattefordele, længere eksklusivitet, statslige tilskud m.m.), ligesom FDA har tildelt priority review status for så vidt angår den del af den indsendte ansøgning, der omhandler dosering til børn i alderen fra syv dage og med en behandlingstid på tre uger. Zealand har indsendt ansøgning til FDA i H2 2023 for så vidt angår op til tre ugers behandling, men FDA har udbedt sig ekstra data, hvilket Zealand forventes at indsende i første halvdel af 2024. I samme tidsperspektiv vil der desuden blive indsendt en ansøgning for så vidt angår behandling i længere tid end 3 uger. Afhængigt af, hvornår genfremsendelse af ansøgning indsendes, vil FDA formentlig kunne komme med en afgørelse inden årets udgang, mens en godkendelse for behandling i mere end tre uger godt kan trække ud til 2025. Intentionen er at indgå en aftale med en partner, der skal håndtere fremtidigt salg, der dog formentlig vil blive af temmelig begrænset omfang.
- 6) **Glepaglutide** er en langtidsvirkende GLP-2 analog i flydende form klar-til-brug til behandling af korttarmssyndrom, der er en permanent og livstruende sygdom, hvor de berørte personer har vanskeligt ved at optage næringsstoffer og væske i tarmene. Problemet opstår oftest efter bortoperation af halvdelen eller mere af tarmen, og de hårdest ramte får brug for omfattende og livslang medicinsk behandling. 7.500 personer i USA lever med et alvorligt tarmsvigt, hvorfor de er afhængige af hjælp til at håndtere sygdommen. Fase 3 forsøgene EASE-1 (rapporteret i efteråret 2022) og interim resultaterne fra EASE-2, EASE 3 og EASE 4 dannede basis for indsendelse af en ansøgning til FDA i december 2023. En FDA-afgørelse estimeres at tage 12 måneder fra indsendelse af NDA (new drug application), hvorfor en FDA-afklaring kan forventes i løbet af Q4 2024. Glepaglutide forekommer overlegen i forhold til den eneste konkurrent på markedet, japanske Takeda, med produktet Gattex, der kræver daglig injektion og en manuel opblanding af den rette dosis. Gattex-salget ligger årligt i niveauet 700 mio. USD, men markedet kan formentlig blive udvidet, når/hvis der foreligger et nyt og potentielt bedre produkt. Det estimeres, at 8.500 personer i USA har SBS-IF (Shorttarmssyndrom med tarmsvigt). Ca. 1.500 behandles med Gattex, så der er potentiale for yderligere markedspenetration. FDA har tildelt projektet "orphan drug designation", hvilket giver skattefordele, kan give en længere årrække med

eksklusivitet efter produktgodkendelse, statslige tilskud m.m. Zealand er allerede i dialog med potentielle partnere til at forestå salget.

Pipelinen rettet mod diabetes 1:

- 7) **Dasiglucagon** er et af to aktive stoffer (insulin er det andet) i en iLet dual-insulinpumpe (kunstig bugspytkirtel). Dette projekt udvikles i samarbejde med Beta Bionics, der har opfundet pumpen. FDA har i maj sidste år godkendt iLet pumpen, hvor der udelukkende anvendes insulin. Ved hjælp af en algoritme skal pumpen opretholde og kontrollere blodsukkerniveauet bedre hos type 1 diabetikere end de nuværende typer, uden patienten selv skal foretage målinger og dosering. Hidtil er det kun insulinmængden, der er blevet reguleret i konkurrerende pumper. Det nye er, at insulin i denne pumpe skal sænke blodsukkeret, mens dasiglucagon skal hæve det og bidrage til mere effektiv styring af blodsukkeret. iLet kan blive et godt alternativ til de nuværende kendte pumper. Projektet er af FDA blevet tildelt ”breakthrough device designation”.
- 8) **Mini-dosis pen** beregnet til personer med type 1 diabetes og personer, der har fået foretaget en gastrisk bypass-operation. Disse personer oplever i nogle tilfælde problemer med for lavt blodsukker, hvor det ikke hjælper at spise for at bringe blodsukkeret op. Fase 2 data rettet mod type 1 diabetikere er blevet præsenteret på en stor international lægemiddelkongres i USA, men Zealand melder fortsat ikke om tidsperspektivet for det videre udviklingsforløb.

Pipelinen rettet mod inflammation m.m.:

- 9) **Udviklings samarbejdet med Alexion** omhandler sygdomme relateret til complementsystemet. Complement C3 i præklinisk udvikling rettet mod inflammatoriske sygdomme medieret af complement systemet (immunforsvaret) er for nærværende den ledende lægemiddelkandidat under samarbejdet, der er spændende, idet Alexion er førende i verden på dette felt, mens Zealand er førende inden for peptider. Aftalen er vigtig for begge parter, og giver Zealand mulighed for at få afprøvet sin peptid-platform inden for nye sygdomskategorier. Zealand forestår udviklingen i fire prækliniske forsøg, hvoraf ZP100068 er længst fremme i udviklingsprocessen. Zealand har i 2023 afsluttet det prækliniske forsøg, hvorefter videre forløb vil blive ledet af Alexion, hvilket forventes at ske i år. Zealand er berettiget til milepælsbetalinger og royalty-indtægter på høje enkelt til lave to cifrede procent-satser til en samlet værdi på 610 mio. USD. Alexion har option på valg af tre ekstra udviklingsprogrammer, der hver især kan tilkøbes for 15 mio. USD pr. styk. Alexion skal for hvert projekt betale milepæle og royalties, der i størrelse ligger lidt under niveauet for det første target. Det anførte potentiale for aftalen (+ de tre mulige andre) kræver succes i udviklingsarbejdet, og at partneren vælger at gå videre med udviklingsindsatsen, ligesom det vil strække sig over mange år. Vi ser aftalen som et tegn på den styrke, som Zealand har oparbejdet og en bekræftelse af muligheden for nye medicinske mål for brug af peptider ud over det hidtidige virkefelt. Alexion blev i 2021 købt af AstraZeneca, og udfordringen er, om AstraZeneca har samme commitment, som Alexion har haft.
- 10) **Ion kanal blokkere Kv1.3 (ZP9830)**: Projektet ventes klar til fase 1 i første halvdel af 2024 med igangsættelse af de første forsøg i mennesker.

Prækliniske studier under udvikling for egen regning:

- 11) **ZP10000 alfa4 beta7 (ZP10000)** påtænkes udviklet som en injicerende behandling mod inflammatoriske sygdomme. Projektet er erhvervet via købet af Encycle Therapeutics. Ved succes kan der blive tale om earn-out betalinger fra Zealand på op til 80 mio. USD med betaling enten cash eller ved tildeling af aktier i Zealand (besluttet af Zealand).
- 12) **Zealand samarbejder med Iktos** om udvikling af en kunstig intelligens-teknologi til design af peptidbaserede lægemidler. Det er et nytænkende projekt, der på sigt kan rumme store muligheder. Ligger langt ude i fremtiden.

ANALYSE AF ZEALAND PHARMA A/S efter årsregnskab 2023



STYRKER

Zealands styrke er forskning i og udvikling af peptid-lægemidler, der kan differentiere sig positivt i forhold til de produkter, som er på markedet med bedre effekt og tolerabilitet. CHI og Glepaglutide vil kunne få en afklaring hos FDA i 2024. Samarbejdet med Boehringer Ingelheim er en ren win-situation for Zealand, da partneren afholder alle udviklingsudgifter. Partneraftalen med Novo Nordisk om salg af Zegalogue blåstempler Zealand. Pipelinen er rettet mod både sjældne sygdomme, fedme, type 1 diabetes og inflammatoriske sygdomme, hvor især fedme rummer et enormt fremtidigt potentiale. Aktien er blevet indlemmet i C25-indekset.

SVAGHEDER

Gentagne rettede emissioner har udvandet de bestående aktionærer. Zealand afgiver en del af upsiden ved at indgå aftaler med partnere, der skal forestå salget. Det er dog en velovervejet strategisk beslutning. CHI adresserer en meget sjælden sygdom med et meget begrænset marked. På fedmeområdet er Novo Nordisk og Eli Lilly first-movers. Zealand's lægemiddelkandidater til fedme vil først i 2030'erne kunne konkurrere med de nuværende salgbare produkter. Salg af godkendte produkter har vist sig at være vanskeligt for alvor at løbe i gang.



MULIGHEDER

Fedmemarkedet er enormt og rummer betydelige muligheder for Zealand, hvor især Petrelintide kan blive en game-changer. Zealand øger værdien af pipelinen, hvis CHI og Glepaglutide godkendes i USA, da det vil bevise virkningen for selskabets peptid-baserede forskning, hvilket måske kan danne basis for igangsættelse af nye projekter målrettet andre sygdomsforekomster. Pipelinen rummer en række projekter i tidlig fase, der over tid kan øge værdien af pipelinen yderligere. Zealand kan blive mødt af et take-over bud.

TRUSLER

Evnen til succesfuld R&D-indsats er det afgørende punkt. Selv lovende forskning helt fremme i fase 3 kan ende som værdiløs. Eventuelle tilbageslag i forskningen vil kunne påvirke børskursen markant. Følsomheden relateret til de enkelte R&D-projekter er altså stor.

SENESTE ANALYSER

Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
13-11-2023	279,2	260-315	315-400
23-08-2023	268	260-315	315-350
18-05-2023	257,6	225-275	275-325
08-03-2023	235,6	200-250	250-300

OM ZEALAND PHARMA

- Zealand Pharma er et dansk biotekselskab etableret i 1998 med hovedkontor i Søborg og lokal tilstedeværelse i USA.
- Zealand Pharma er førende i verden indenfor forskning i og udvikling af peptid-lægemidler, hvis styrke er en lang virkningstid som følge af langsom nedbrydning i kroppen.
- Fokus er på produktudvikling, mens salg varetages af partnere, ligesom man er åben for at indlemme partnere til medfinansiering af udviklingsprocessen.
- Selskabets udviklingsindsats er målrettet fire fokusområder: 1) At blive en afgørende aktør på det hastigt voksende fedmemarked. 2) At være en ledende aktør indenfor de sjældne sygdomme CHI og korttarmssyndrom. 3) At udvikle nye lægemidler til kronisk inflammation og type 1 diabetes. 4) At udvide pipelinen via egen udvikling og eksterne muligheder.
- Zealand har siden sin start fået tre peptid-baserede lægemiddelkandidater godkendt og på markedet. To af dem er siden blevet solgt til Royalty Pharma (lixisenatide) og MannKind (V-Go). Zegalogue (nødpen) blev godkendt i USA i marts 2021 med mulighed for godkendelse i Europa i år. Salg varetages af Novo Nordisk.
- Pipelinen består af 10 R&D-projekter, hvoraf der for CHI og Glepaglutide sidste år blev indsendt ansøgning til FDA.
- Zealand har indgået en udviklingspartneraftale med det tyske medicinalsekskab Boehringer Ingelheim for flere projekter målrettet fedme, herunder MASH (tidligere benævnt NASH). Zealand har desuden en udviklingspartneraftale med Alexion/AstraZeneca rettet mod inflammatoriske sygdomme.
- Ledelse: Adam Steensberg er CEO, Henriette Wennicke er CFO, Ivan Møller er COO, Christina Sonnenborg Bredal er HR-direktør, Ravinder Chahil er Executive Vice President og David Kendall er Chief Medical Officer. Martin Nicklasson (PhD pharma) er bestyrelsesformand.
- Zealand Pharma beskæftigede 253 ansatte ultimo 2023 mod 196 ultimo 2022. Næsten alle medarbejdere er ansat i forskning og udvikling.
- Ultimo 2023 havde selskabet 36.798 aktionærer (24.283 året før). Følgende ejer over 5 % af aktierne: Van Herk Investments, Holland (9,97 %), Polar Capital LLP (9,62 %) og Avoro Capital Advisors LLC (5,5 %). Geografisk aktionærfordeling (andel ultimo 2022 vist i parentes): USA 25 % (18), Danmark 12 % (25), UK 22 % (20), øvrige lande i Europa 40 % (37), resten af verden 1 % (0).
- 08-01-2024 blev der foretaget en rettet emission ved salg af 3.761.470 nye aktier til kurs 386,45 svarende til et bruttoprovenu på 1,45 mia. kr. Det har medført, at J O Hambro Capital Management er blevet ny storaktionær med en ejerandel på 5,004 %. Via denne rettede emission blev den finansielle reserve øget til 4.104 mio. kr., hvilket ved nuværende aktivitet rækker til ind i 2027.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Adam Steensberg
President and Chief Executive Officer



Christina Sonnenborg Bredal
Senior Vice President and Global Head of People & Organization



David Kendall
Chief Medical Officer



Ivan Møller
Executive Vice President and Chief Operating Officer



Henriette Wennicke
Chief Financial Officer



Ravinder Chahil
Senior Vice President and General Counsel



Martin Nicklasson
Chairman

ANALYSE AF ZEALAND PHARMA A/S efter årsregnskab 2023



REGNSKABSTAL

Mio. DKK	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Indtægter	41	192	109	104	343	0*
F&U udgifter	561	604	589	614	685	850
Administration+salg	68	488	636	327	211	350
XO-indtægter	0	37	0	0	0	0
Driftsres. (EBIT)	-588	-792	-1.052	-837	-572	-1.200
Res. før skat	-577	-840	-1.027	-972	-709	-1.200
Balance	1.600	1.761	2.067	1.540	1.980	2.000
Likvider	1.381	1.258	1.428	1.177	1.633	2.900
Egenkapital	1.243	1.229	928	816	1.593	1.700
Antal ansatte	179	329	355	196	253	265
Antal aktier mio. styk	36,1	39,8	43,6	51,7	58,6	62,5
Res. pr. aktie DKK	-16,9	-22,1	-23,75	-26,02	-12,44	-19,2
Indre værdi DKK	34,5	30,9	21,3	17,7	27,3	27,2

Bemærk: Zealand vil i år få indtægter fra salg af Zegalogue og sandsynlige milepælsindtægter samt up-front indtægter fra indgåelse af partneraftaler for CHI og Glepaglutide. Zealand giver ikke selv nogen guidance, da timing og størrelse ikke kan beregnes. Derfor sætter vi også indtægterne til 0.



JOHN STIHØJ

Født 1960. Mangeårig erfaring fra den finansielle branche, bla. via ansættelse i skandinaviske banker i Luxembourg i 7 år. Selvstændig indenfor den finansielle branche siden 1994. Ejer af Aktieinfo Danmark ApS.

Aktieinfo er stiftet i 2001 og er et af Danmarks førende, uafhængige analysehuse med fokus på både danske og udenlandske aktier.



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 og/eller John Stihøj ejer ikke 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.