

Achtergronden, trends en
adviezen voor de belegger

Bearsqendooten

Tips, achtergronden,
analyses en strategieën
Geert Schaaij



**Pharming, winstgevend
biotechbedrijf met inte-
ressante Covid-optie**

Pharming, winstgevend biotechbedrijf met interessante Covid-optie

De meeste aandelenindices zijn dit jaar na een daling van ruim 30% al weer grotendeels hersteld, maar dat herstel is voorbijgegaan aan het Leidse biotechbedrijf Pharming. Het aandeel noteerde begin van dit jaar op een koers van €1,60, daalde tijdens de coronacrisis naar €0,80 en hoewel het sindsdien wel herstel heeft laten zien, noteert het nu met €1 nog steeds lager dan aan het begin van het jaar. Ondertussen hebben zich echter wel enkele opmerkelijk positieve ontwikkelingen voorgedaan. Zo heeft het bedrijf begin dit jaar €125 miljoen opgehaald met converteerbare obligaties, waarmee een dure schuld kon worden afgelost en een royale kaspositie is opgebouwd. Nog interessanter is dat Pharming in april bekend maakte bezig te zijn met een onderzoek over de effectiviteit van een bestaand middel tegen covid-19. De voorlopige resultaten zijn hoopgevend, waardoor er een kans bestaat op een koersexplosie.

Het bedrijf in vogelvlucht

Belangrijk: 'indicatie' is een begrip uit de medische wereld waarmee de aandoening wordt bedoeld waarvoor een medicijn kan worden voorgeschreven.

Pharming richt zich op de ontwikkeling van eiwitten voor de behandeling van zeldzame en moeilijk behandelbare ziekten. Het belangrijkste medicijn is Ruconest®, dat een zogeheten recombinante menselijke C1-esteraseremmer is, die is goedgekeurd voor de behandeling van erfelijk angio-oedeemaanvallen bij patiënten met HAE. HAE staat voor 'hereditary angioedema', een zeldzame genetische aandoening die gevaarlijke zwellingen kan veroorzaken.

C1-esteraseremmer is een natuurlijk eiwit dat verschillende ontstekingsroutes in het lichaam reguleert. Bij een tekort aan dat eiwit wordt het menselijk immuunsysteem onvoldoende geremd, wat op zichzelf weer ontstekingen kan veroorzaken. Ruconest® werd in 2010 goedgekeurd voor verkoop in de Europese Unie en medio 2014 eveneens voor de Verenigde

Staten. De omzet van Pharming is momenteel nog voor 100% afkomstig van Ruconest® voor de indicatie HAE. Naast nieuwe toepassingen van Ruconest® heeft Pharming ook nog andere medicijnen in de pijplijn.

Overzicht pijplijn

Schema 1 geeft een overzicht van de pijplijn. Het belangrijkste onderzoek op korte termijn betreft Leniosib, waarvoor Pharming de rechten heeft gekocht van Novartis. Dit medicijn tegen APDS, een aandoening die bij één op de 1200 mensen voorkomt, zit in de laatste fase en zou bij goedkeuring reeds in de eerste helft van 2022 op de markt kunnen worden gebracht. Daarnaast zijn ook de onderzoeken interessant van rhC1INH voor de indicaties zwangerschapsvergiftiging en nierfalen, aangezien deze beide aandoeningen relatief vaak voorkomen. Het kan echter nog wel lang duren voordat deze middelen definitief worden goedgekeurd. De getoonde pijplijn is echter niet compleet, aangezien Pharming onlangs een nieuw traject met Ruconest® is gestart, namelijk voor de indicatie covid-19.



Schema 1: overzicht huidige pijplijn.



Ruconest®, nieuwe covid-killer...?

In het universitair ziekenhuis van Basel zijn bemoedigende resultaten behaald bij een kleinschalig onderzoek onder vijf personen die aan een ernstige, covid-gerelateerde, longontsteking leden. Deze patiënten kregen eerst een combinatie van hydroxychloroquine en lopinavir/ritonavir toegediend, wat geen effect bleek te sorteren. Daarna kregen ze Ruconest® toegediend, waardoor bij vier van de vijf personen de koorts binnen 48 uur verdween en ze volledig hersteld het ziekenhuis mochten verlaten. De vijfde patiënt bleek aanvankelijk extra zuurstof nodig te hebben, waarvoor hij korte tijd op de intensive care lag, maar ook deze patiënt is daarna snel genezen. Hoewel de testgroep erg klein is, zijn deze resultaten opzienbarend, wat vermoedelijk te maken heeft met de remmende werking van Ruconest® op het eigen immuunsysteem dat soms ontstekingen kan veroorzaken als het ongeremd zijn gang kan gaan.

Bij sommige coronapatiënten kan het immuunsysteem overreageren doordat er te veel van het zogeheten cytokine wordt aangemaakt om vijandelijke indringers te bestrijden. De overvloed aan cytokine kan dan op zichzelf weer ontstekingsreacties veroorzaken, bijvoorbeeld in de longen. Een C1-remmer, zoals Ruconest®, houdt het immuunsysteem in toom zodat het ontstekingen kan remmen.

Op basis van de gunstige testresultaten heeft Pharming besloten om in het universitair ziekenhuis van Basel een officieel vervolgonderzoek te starten met patiënten uit verschillende landen. Mocht het vervolgonderzoek succesvol zijn, dan kunnen de autoriteiten het traject van goedkeuring mogelijk versnellen, omdat Ruconest® reeds op de markt is voor andere indicaties.

Ontwikkeling van de omzet en winst

Pharming is in 2018 voor het eerst winstgevend geworden en sindsdien nemen de omzet en winst ononderbroken toe. In tabel 1 is de ontwikkeling van de meest recente kwartalen en het laatste halfjaar te zien. De omzet over 2019 laat een mooie groei van 25% zien met een toenemende winstmarge. In het eerste kwartaal van 2020 steeg de omzet zelfs met 40%, al viel die omzet daarna weer terug. Per saldo steeg de omzet in de eerste zes maanden van 2020 echter nog altijd met 14% naar €88,6 miljoen. Vanwege lagere financieringslasten steeg de operationele winst in diezelfde periode met 31% en de nettowinst zelfs met 33%. Naar verwachting zal de winstmarge verder verbeteren door aanhoudende omzetgroei, geholpen door de eerder genoemde herfinanciering van de bestaande dure schuld met converteerbare obligaties.

Converteerbare obligaties

Aan het begin van dit jaar heeft Pharming met succes converteerbare obligaties geplaatst ter grootte van €125 miljoen. Deze obligaties dragen een rente van 3% per jaar en hebben een looptijd van vijf jaar, wat voldoende tijd geeft om de meeste medicijnen die in de pijplijn zitten, na goedkeuring op de markt te brengen. De obligaties hebben een initiële conversiekoers van €2,00, zodat het aantal uitstaande aandelen maximaal zou kunnen toenemen met 62,5 miljoen stuks. De netto-opbrengsten van deze emissie werden gebruikt om een oude lening van €56 miljoen af te lossen, waardoor de financieringskosten afnemen van 13% naar 3%. Met de resterende opbrengst is de kaspositie verder aangevuld naar een royale €133 miljoen.

(in miljoen euro)	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	FY'19	Δ*	Q1'20	H1'20
Omzet	35,2	42,7	45,4	45,7	169,0	+25%	49,3	88,6
Groei omzet	+19%	+42%	+17%	+24%	+25%		+40%	14%
Brutowinst	29,8	37,2	40,1	40,6	147,7	+31%	43,9	78,7
Operationeel resultaat	12,2	12,4	18,1	18,2	60,9	+60%	19,4	32,3
Nettowinst	6,7	6,9	10,5	12,1	36,2	+45%	8,4	18,1
Nettowinst p/a	€0,011	€0,011	€0,017	€0,019	€0,058	+45%	€0,013	€0,029

Tabel 1: Cijferontwikkeling op kwartaalbasis. * jaar-op-jaar groei.

(in miljoen EUR)	ACTIVA	PASSIVA	
Kaspositie	152,8	-	Korte schulden
Vorraden	16,2	1,6	Leaseschulden
Debiteuren	26,4	42,2	Crediteuren
Overig	-	0,2	Overig
Totaal vlottende activa	195,4	43,9	Totaal vlottende passiva
Materiële vaste activa	8,8	123,2	Lange schulden (convertibles)
Right-of-use lease assets	5,3	4,1	Leaseschulden
Immateriële activa	77,2		
Uitgestelde belastingbaten	22,6		
Deelnemingen	5,6		
Overig	2,3	18,3	Overig
Totaal vaste activa	121,7	145,7	Totaal vaste passiva
		127,6	Eigen vermogen
Totaal activa	317,1	317,1	Totaal passiva

Tabel 2: balans per 30 juni 2020.

De financiële positie

In tabel 2 is te zien dat de totale schuld van Pharming €123 miljoen bedraagt. De kaspositie bedraagt €152 miljoen, wat betekent dat er geen nettoschuld is maar een nettovermogen van €29 miljoen. De getoonde langlopende schuld bestaat geheel uit de converteerbare lening, die pas over vijf jaar hoeft te worden afgelost, mocht die niet tussentijds worden geconverteerd in aandelen. Concluderend kunnen we stellen dat Pharming ruimschoots voldoende liquiditeiten heeft voor de verdere ontwikkeling van zijn medicijnen.

Waardering

Op basis van de cijfers over 2019 en een koers van €1,00 bedraagt de koers-winstverhouding 17,0x. Voor 2020 en 2021 verwachten analisten een nettowinst van respectievelijk €46,4 en €60,7 miljoen op basis waarvan de koers-winstverhouding uitkomt op 15,7x en 11,3x.

Conclusie: koopwaardig op €1 per aandeel

Een koers-winstverhouding van 17,0x is op zichzelf al niet duur voor een cashflowpositief biotechbedrijf, omdat veel biotechbedrijven niet eens in staat zijn hun eigen broek op te houden. Pharming is bovendien een snelle groeier, zodat de koers-winstverhouding verder kan dalen. De kers op de taart is de optiewaarde van het officiële onderzoek naar de werkzaamheid van Ruconest® bij covid-19. Hoewel de kans op succes niet te hoog moet worden ingeschat, kan de koers bij positieve resultaten vele malen over de kop gaan. We geven dan ook een koopadvies af met een voorlopig koersdoel van €2,20. Dat komt overeen met het gemiddelde koersdoel dat analisten hebben afgegeven. We raden aan posities beperkt te houden omdat het aandeel erg volatiel is.



Belangrijke datum

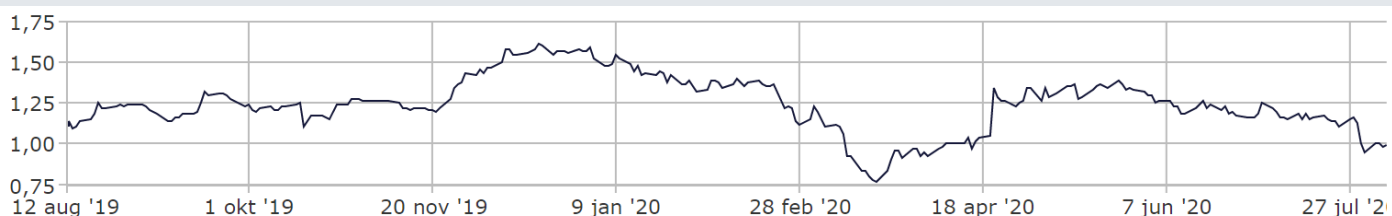
29 oktober 2020: publicatie resultaten derde kwartaal

Grootste aandeelhouders

Goldman Sachs AM LP:	2,2%
BlackRock Fund Advisors:	1,2%
Sijmen de Vries (CEO):	1,1%

Kerngegevens

Ticker: PHARM
 Beurs: Euronext Amsterdam
 ISIN: NL0010391025
 Koers: €1,00
 52-weeks laag: €0,75
 52-weeks hoog: €1,64
 Aantal uitstaande aandelen: 638 miljoen stuks
 Aandelen na verwatering (fully diluted): 740 miljoen stuks
 Marktkapitalisatie: €637 miljoen
 Kaspositie: €152 miljoen
 Totale schuld: €123 miljoen
 Nettovermogen: €29 miljoen
 Enterprise value (EV): €749,5 miljoen
 Eigen vermogen: €115,6 miljoen
 Eigen vermogen per aandeel: €0,182
 Nettowinst 2019: €36,2 miljoen
 Nettowinst 2020: €46,2 miljoen
 Nettowinst 2021: €60,7 miljoen
 Koers-winstverhouding 2019: 17x
 Koers-winstverhouding 2020: 16x
 Koers-winstverhouding 2021: 11x
 Dividend per aandeel: €0,00



Grafiek 1: Koersverloop Pharming over de afgelopen 12 maanden.