

Konklusion

Den gode udvikling hos Exiqon fortsætter. Produktsortimentet indenfor miRNA (micro RNA) udvides efter planerne, og salget vokser indenfor Life Sciences. En markant udvidelse af virkefeltet er på vej med analyse af mRNA (messenger RNA) og DNA, der er veletablerede metoder. Diagnostics skal færdiggøre et udvidet studie af miRNA til identifikation af risiko for tyk- og endetarmskræft ud fra blodprøver og dermed dokumentere denne metodes værdi i praksis. Det vil øge interessen for brug af miRNA til skræddersyet medicin, såkaldt Companion Products. En verserende voldgiftssag med Santaris ventes afsluttet i år og har belastet regnskabet for andet kvartal med udgifter på 6,4 mio. kr. En rettet emission er blevet gennemført med succes.

Udgiftsbasen er blevet reduceret og omsætningen stiger, hvilket bidrager til at stoppe Cash-burn situationen. Ny licensaftale er indgået med IDEXX Laboratories og flere forventes i den resterende del af året. Ideen er at udnytte selskabets potentiale ved at indgå licensaftaler, der har stor værdi på både kort og langt sigt. Aktien er en sjældent set spændende, langsigtet placeringsmulighed med et højt afkast/risiko forhold. Selskabet besidder centrale patentrettigheder som sammen med det omtalte potentiale indebærer Take Over mulighed.



Anbefaling:

Aktuel Kurs: 12,5

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 437 mio. kr.

Antal aktier: 35,002 mio. styk

Næste regnskab: 10-11 (Q3-regnskab)

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10,0 – 15,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 - 25

Tidligere anbefaling Kort/Lang (11,2): Køb/Køb 30-05-11

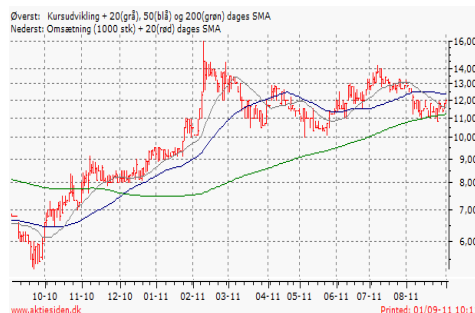


Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Prognosen for 2011 fastholdes, dvs. en omsætning på 105-115 mio. kr. og EBITDA på +/- 5 mio. kr. Estimatet indeholder ikke potentielle engangs-indtægter fra sandsynlige licensaftaler og heller ikke indtægter, omkostninger eller eventuelt tab ved den verserende voldgiftssag med Santaris Pharma A/S. Basis er en USD kurs på 5,25. Cash Burn forventes at blive standset i årets løb. Voldgiftssagen mod Santaris Pharma forventes afgjort i år.



1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	16,0
Lav	4,5

Muligheder

Selskabet har et stærkt, patentbeskyttet grundlag indenfor LNA og miRNA omkring udvikling af nye produkter. Eksisterende produkter har mulighed for at opnå et markant løft i volumen og derved indtjeningen. Indgåelse af licensaftaler vil give indtægter nu og her og evt. løbende i form af royalty. Diagnostik og bredere anvendelse til screening for kræft og andre alvorlige sygdomme kan revolutionere forebyggelse såvel som valg af behandlingsform. Anvendelse af biomarkører ved mindre alvorlige sygdomme udgør også et potentiale. Exiqons produkter kan give besparelser på sundhedsbudgetterne og samtidig gavne patienterne.

Risici

Mulighederne er større end ressourcerne, og rigtig prioritering og kvalificerede medarbejdere er vigtig. Værdien af miRNA til kræftbehandling skal afklares. Faktisk brug på hospitalerne kommer herefter. Økonomisk har selskabet en begrænset likviditetsreserve selvom der er gennemført en rettet emission i forsommeren. Cash Burn forventes at ophøre i år med mindre noget uforudset indtræffer. Negative nyheder kan påvirke aktien, som er præget af en stigende men stadig lav likviditet. Santaris-sagen indebærer stor usikkerhed.

Facts om Exiqon

Selskabet er ledende indenfor genteknisk miRNA-analyse (microRNA). Produktudbuddet er udvidet til at dække alle arbejdsprocesser relateret til miRNA forskning. Der er tale om et nyt marked, hvor det første produkt blev lanceret i 2004. Biomarkører i form af miRNA udgør det næste skridt som et nyt virkefelt i forlængelse af forskningsbrug. Medicinalindustrien søger at fastlægge relevante miRNA profiler og metoder til identifikation heraf. Salget af LNA-produkter til miRNA analyse er i første omgang rettet mod forskning og medicinsk udvikling. Exiqon tilbyder også medicinsk udviklingsarbejde, der fokuserer på diagnostisk anvendelse af miRNA med kræft som første sygdomsområde. Selskabet udsteder licenser til andre virksomheder inden for segmenter, hvori man ikke selv satser på grund af begrænset økonomisk kapacitet. Produktion er næsten helt outsourcet og kan hurtigt tilpasses ændringer i volumen. Salget varetages fra hovedkontoret (Vesteuropa), i USA igennem et datterselskab og en række andre lande betjenes via aftaler med 18 distributører.

Geografisk fordeling af omsætningen (halvår 2011): Europa 46,7, Nordamerika 42,6, resten af verden 10,7 %.

Produktsegment (halvår 2011): Life Sciences 92, Diagnostics 8 %.

Salgets art (2010 årsregnskabet): Produkter 84, Licenser 5, Kontraktforskning 11 %.

Ledelse: Lars Kongsbak er adm. direktør og Hans Henrik Chrois Christensen er finansdirektør; Thorleif Krarup er formand.

Medarbejdere: 70.

Ejerforhold (pr. ultimo 2010): Danske Bank koncernen over 10 %, Danske Invest over 10 %, ATP over 10 %, Tekno Invest (Oslo) over 5 %, Nobel-gruppen over 5 %. Antallet af aktionærer er stigende og udgør 1.264. 76,2 % af aktierne er noteret på navn, der igen er fordelt med danske ejere af 57,2 % og udenlandske med 19,0 % point.

Beskrivelse

Selskabet indledte sin virksomhed i 1996 med LNA (Locked Nucleic Acid) teknologi som virkefelt. En gennemgribende ændring blev gennemført i 2003, hvor virksomheden blev splittet op i hhv. Santaris Pharma og Exiqon. Herefter koncentrerede Exiqon sig om anvendelse inden for Life Science, mens direkte medicinsk anvendelse blev frasolgt. Produkter til genetisk bestemmelse og måling er siden blevet udviklet, hvorved microRNA er blevet opdaget med egenskaber som biomarkør - og dermed en helt ny identifikationsmetode med relevans for sygdomme (opdagelse og valg af behandling). Markedet for produkterne er fortsat i en ung fase med et snævert kundegrundlag. LNA-teknologi har dog allerede bevist sin styrke, og omkring denne centrale metode ejer Exiqon afgørende patentrettigheder. Videnskabelige formål og produktudvikling udgør efterspørgslen som udtryk for denne teknologis tidlige stade. Exiqon's produkter udmærker sig ved høj kvalitet, hvilket indebærer et højt prisniveau sammenlignet med alternative metoder. Konkurrencen varierer ud fra kravet til opgaven.

Produktsortimentet er blevet udvidet med tests, der omfatter enheder med 96 "brønde" (dvs. test af 96 forskellige reagenser) som supplement til den eksisterende type med 384 forskellige brønde. Herved henvender Exiqon sig til et langt større antal brugere med apparater af den lille og billigere type. Ud fra selskabets database vil der blive tilbudt tests rettet mod særlige segmenter af forskning. Desuden tilbydes leverance af individuelle prøver som specificeres af kunden selv (Pick & Mix).

Bruttoavancen på produkterne er generelt 65-70 % for Life Sciences' produkter ved direkte salg, og følsomheden over for salgets udvikling er derfor høj. En faldende andel af omsætningen sælges af tredjemand, og på denne del af omsætningen oppebærer Exiqon en lavere bruttoavance. Samlet for første halvår har bruttoavancen vist en stigning til 43,8% (41,8% sidste år). Jo højere andel Exiqon selv omsætter, jo højere bliver bruttoavancen. Indtægter opnås også fra licensaftaler, hvor de intellektuelle rettigheder åbnes for anvendelse inden for andre felter. En ny aftale er i år indgået med IDEXX Laboratories i form af licens til at benytte Exiqon's patenterede LNA-teknologi til tests som veterinærdiagnostik af infektionssygdomme. Økonomien omkring denne licens er ikke oplyst, men strukturen er oftest en væsentlig betaling ved start og efterfølgende en licensafgift i forhold til salget af de pågældende produkter. Det indebærer en forsinkelse indtil det faktiske produkt er udviklet og kan lanceres på markedet. For Exiqon indebærer det et langsigtet Upside potentiale - dog uden for selskabets kontrol.

Endvidere tilbyder selskabet medicinalindustrien at udføre opgaver som underleverandør angående specifikke undersøgelser og formål. Man har eksempelvis medvirket i et projekt omkring Hepatitis C for Tacere Therapeutics/Pfizer. Denne aktivitet påtænkes omlagt til samarbejdspartnere. Exiqon har desuden en co-marketing aftale med Roche Diagnostics og tosidede licensaftaler med Life Technologies. Takker være aftalen med Life Technologies kan Exiqon optræde som "one stop supplier" med dækning af alle dele af arbejdsprocessen (bortset fra måleapparater). Det har i 2010 givet og ventes i årene fremover at give en kraftig stigning i omsætningen.

Produktionen varetages i hovedsagen af én underleverandør, hvilket indebærer afhængighed af denne. Imidlertid er de tekniske krav meget høje til leverancerne, og samtidig er ordreomfanget begrænset indtil videre. Derfor må opgaven holdes samlet. Salget af de avancerede produkter varetages direkte af hovedkontoret og via et stigende antal distributører. Nye partneraftaler er i år indgået med TATAA Biocenter omkring markedsføring af qPCR service baseret på Exiqons microRNA LNA qPCR produkt linje og med Bioneer A/S om markedsføring af In-situ Hybridisering service baseret på LNA microRNA og mRNA Detektions-produktlinjen. Det amerikanske marked betjenes af et datterselskab.

Svag udvikling i verdensøkonomien siden 2008 har ført til en forsinkelse i den planlagte forbedring af Exiqons økonomi, idet der fortsat er tale om Cash Burn. Imidlertid bevæger Exiqon sig den rigtige vej mod balance målt på EBITDA, idet prognosen for 2011 om et resultat på +/- 5 mio. kr. synes opnåelig. Sammen med mulige licensindtægter fra nye aftaler udover den med IDEXX tegner der sig et positivt cash flow. Resultatet for Q2 er lidt til den lave side, hvilket dog forklares med en periodemæssig forskydning i serviceomsætningen som følge af en uventet forsinkelse af prøver til en stor ordre. Gennemslaget af den positive udvikling er udskudt til 2012 mht. likviditet. For at øge handelfriheden har Exiqon fået fordoblet sin beskedne kreditramme fra 5 til 10 mio. kr. og gennemført en rettet emission til markedskurs og dermed uden udvanding af de eksisterende aktionærer. Det er sket til kurs 11,4 og har givet et provenu på ca. 19 mio. kr.

En tvist med den tidligere samarbejdspartner, Santaris Pharma A/S, pågår. En voldgiftssag mod Santaris Pharma, med et krav på 99 mio. kr., er blevet besvaret med et modkrav på 100 mio. kr. Sagen drejer sig om kontraktbrud og krænkelse af Exiqon's patentrettigheder inden for diagnostik. Udgifter til sagen har i andet kvartal ekstraordinært belastet regnskabet med 6,4 mio. kr. Delvis omkostningsrefusion vil kunne opnås, hvis sagen falder ud til Exiqon's fordel. En afklaring påregnes i indeværende år og kan få meget stor indvirkning på regnskabet i både positiv og negativ retning afhængig af udfaldet.

Exiqon har akkumuleret et meget stort skattemæssigt underskud, hvis skattemæssige værdi kan opgøres til 113 mio. kr. Dette beløb er ikke aktiveret og kan sammenholdes med egenkapitalens størrelse på pt. 86,6 mio. kr. Overgang til en normal situation som virksomhed med overskud vil derfor indebære mulighed for aktivering af dette beløb og en tilsvarende forbedring af egenkapitalen.

Fremtidsudsigter

Kurverne mellem indtægter og udgifter er nået frem til balancepunktet. 2011 har udsigt til at blive det første år uden Cash Burn, når der ses bort fra ekstraordinære udgifter til voldgiftssagen. Salget udvikler sig stærkt med et tempo svarende til +33 % om året. Selskabet har styrket sin salgsorganisation, ligesom nye aftaler med distributører er indgået for at dække flere lande. Indsatsen i projekterne inden for Diagnostics er tilpasset i forhold til indtægterne som et andet vigtigt punkt, ligesom overhead-omkostninger er nedbragt.

Produktsortimentet er i andet kvartal blevet udvidet med både Pick & Mix tilbud og tests som udføres på apparater med 96 "brønde". Derved opnås adgang til 5 gange så mange kunder end hidtil, da man kun tilbød 384-typen. Tilbud om standardtests til forskellige segmenter af forskning baseret på selskabets data herom er en ny vinkel. Ledelsen vurderer, at disse tiltag vil udvide afsætningen væsentligt i de kommende år. Selskabets stilling på markedet styrkes.

Sortimentet af forskellige miRNA tests udvides ligeledes, og man dækker ud over mennesket også forsøgsdyr som mus og rotter. Nyhederne er frembragt trods reduktion af indsatsen i R&D, idet man især har gavn af stor styrke i IT-modeller og egen database. En ny kraftfuld version af qPCR dataanalyse til behandling af store mængder data er et andet eksempel på succesfuld udvikling. Hertil kommer inden for overskuelig tid en decideret udvidelse af virkefeltet, idet Exiqon arbejder på også at kunne tilbyde tests for mRNA (messengerRNA) og DNA. Virksomhedens besiddelse af patenter med den afgørende LNA-teknologi er et vigtigt omdrejningspunkt. Samlet er der tale om 159 patenter, hvoraf de 101 er udstedt og resten er under behandling.

For miRNA vurderes størrelsen af det unge markedet at blive 4-5 dobbelt i løbet af de kommende 5 år, og perspektivet er 25-30 gange så stort et marked om 10 år. Væksten har for alvor taget fart med stadig flere forskere engageret i flere og flere lande og voksende erkendelse af betydningen af miRNA. Mere målrettet udviklingsarbejde i medicinalvirksomheder ses som næste fase, og her udsteder Exiqon licenser begrænset til dette formål. Næste trin vil være et skift til faktisk brug i forbindelse med undersøgelser og valg af lægemidler hos mennesker. Det vil betyde et kvantespring i volumen med en hertil hørende licensbetaling. Kravene til dokumentation er imidlertid høje uanset der kun er tale om diagnostisk anvendelse uden for kroppen. Denne barriere indebærer, at selskabet ikke selv magter opgaven, og følgelig er licens til en stærk partner vejen frem for hvert af de kommende projekter. Samtidig indebærer det en lang tidshorisont, men til gengæld er den mulige dimension af indtægter enorm set i forhold til Exiqons nuværende økonomiske størrelse.

Den store udvidelsesmulighed ligger derfor i anvendelse medicinsk. Fra ren videnskabelig forskning er der allerede sket et skift til bredere anvendelse i især medicinsk udviklingsarbejde. Hensigten er at benytte miRNA til at kunne identificere indikation af en mulig sygdomseksposering. Der er tale om en pionerindsats, hvor Exiqon er i front med tre projekter i samarbejde med og fuldt finansieret af offentlige organisationer i Danmark. De tre projekter drejer sig om muligheden for via blodprøver at afgrænse risikogruppen for tarmkræft generelt, et projekt angående identifikation af personer opereret for tyktarmskræft der har behov for supplerende kemobehandling, og

som det tredje projekt et forsøg på at anvende miRNA til at håndtere tilfælde af kræft af ukendt oprindelse. De første data for det førstnævnte projekt er opløftende, og metoden udforskes derfor videre med en udvidet kreds af personer involveret. De foreløbige resultater blev præsenteret 4. april i år. På ASCO-konferencen i USA den 6. juni viste resultaterne af et andet diagnostisk testarbejde, at microRNA som biomarkør har vist sig velegnet indenfor modernærkekræft. Dette åbner op for videreførelse til andre livstruende sygdomme. Potentialet kan blive stort.

Anvendelse af en blodprøve i folkeundersøgelser vil indsnævre behovet for brug af de nuværende metoder til de relevante risikogrupper. Man kan således undgå gennemførelse af massevis af unødvendige undersøgelser, der både er ubehagelige for personen og dyre for samfundet. Det gælder i særdeleshed ved eventuel indførelse af brede folkeundersøgelser alene ud fra en aldersgrænse. Udnyttelsen af sundhedsvæsnets ressourcer kan blive forbedret markant ved muligheden for via blodprøver at opdage tarmkræft og andre kræftformer på et tidligt tidspunkt.

Skræddersyet medicin har samme struktur ved at muliggøre det bedst mulige valg blandt flere alternativer. Her håber Exiqon på at få fordel af sin teknologi ved salg af licenser til forskning i medicinalfirmaerne og efterfølgende produktion, hvor biomarkører så vil indgå som et såkaldt companion product til selve lægemidlet. Et særligt aspekt er her, at et lægemiddel ved tilføjelse af en ny markant egenskab (her i form af et veldefineret ordinationsgrundlag via biomarkører) vil få mulighed for fornyet patentbeskyttelse fsv. angår EU-området. Værdien af originale lægemidler vil dermed kunne opnå en markant forbedring som en slags levetidsforlængelse. Interessen for dette perspektiv har dog endnu ikke udmøntet sig.

Selskabets fremtidsmuligheder er således enorme. Ledelsens evne til at vælge de rigtige projekter og sælge disse produkter er derfor afgørende. Indtægter fra udstedelse af licenser må derimod ses som en proces styret udefra. Disse interessante, ekstra penge er således svære at frembringe via promovring fra egen side, men teknologiens udbredelse hjælper det på vej. Udfordringen er samtidig at klare sig i konkurrencen, hvor Exiqon er en økonomisk set lille virksomhed trods en solid markedsandel på op mod 25 % i sin niche. Exiqon har som selskab klaret den første fase på et helt nyt, famlende marked. Nu står man sandsynligvis over for et gennembrud.

Aktien som investering

Exiqon gør mange ting rigtigt, og selskabet er inde i en rivende udvikling omkring nye produkter. Markedet for brug af biomarkører er endnu kun i sin vorden, men på et tidligt tidspunkt er Exiqon allerede nået et niveau tæt på break-even på driften. Det er flot. Der er indgået samarbejde med store navne i medicinalbranchen og solgt licensrettigheder med Upside i form af royalty-aftaler. Den store effekt kommer dog først i tilfælde af et endeligt produkt, og dermed er der en forsinkelsesfaktor på dette punkt. Alligevel er effekten af nye licensaftaler stor omkring Upfront betalingen.

Patenter og produktrettigheder gør Exiqon til et af de mest spændende danske børsnoterede selskaber. Udmøntningen i praksis er udfordringen, og risikoen i dette forløb er høj for en lille nichevirksomhed placeret i en branche med store koncerner, der satser massivt på at være teknologisk ledende. Selve produktforretningen (Life Sciences) er nu ved at blive overskudsgivende. Samtidig kan forskningsprojekterne i Diagnostics omkring identifikation af kræftsygdomme muligvis allerede sidst på året fremlægge afgørende dokumentation for anvendelse af miRNA som biomarkører og dermed grundlag for en indledende screening for tarmkræft. Interessen for Exiqons' indsats og produkter er for alvor ved at udvikle sig. Tidsmæssigt vil der dog være tale om formentlig yderligere 3-4 års arbejde før praktisk ibrugtagning vil kunne finde sted i form af bredere undersøgelser af befolkningen.

De store perspektiver understreger værdipotentialt i Exiqon og muligheden for et Take Over bud. Da potentialet skal fremkomme ved en omfattende forskningsindsats, må en køber nødvendigvis være venligssindet og forhandle sig frem til en aftale, der kan sikre bevarelse af den kompetente medarbejderstab.

Indeværende år er således meget spændende med afklaring af flere vigtige forhold: den salgsmæssige succes for Life Science's udvidede produktsortiment, miRNA's anvendelighed som biomarkør og voldgiftsagen med Santaris. Et ekstra punkt med Joker natur drejer sig om indgåelse af nye licensaftaler, da det udløser en engangsbetaling på starttidspunktet. Sådanne indtægter vil derfor kunne medføre, at Exiqon's forventede nul-resultat bliver forbedret til et overskud. Vi vurderer Exiqon som en aktie med en profil som High Return/Risk. Strukturen med en langstrakt udviklingsproces indebærer, at aktien egner sig til langsigtet placering hos investorer med en tidshorisont på 3-5 år. Det er en køb-og-gem situation.

Tre forhold med positivt indflydelse på aktien skal slutteligt nævnes: Udover Danske Markets har Jyske Bank nu også analysedækning af aktien. Der er netop indgået en marketmaker aftale med Nordea. Aktiviteten i selskabets aktie er steget, idet antallet af gennemførte handler på Børsen allerede nu er nået op på niveau med hele sidste år. Opgjort i antal styk er omsætningen dog af nogenlunde samme størrelse relativt målt, men det sker jo også til priser der ligger omkring 50% over kursen sidste år. Endelig skal det nævnes, at bestyrelsesmedlemmerne Per Wold-Olsen og Thorleif Krarup i de seneste måneder har købt aktier i Exiqon for næsten 3 mio. kr., hvilket må anses som et positivt tegn.

Regnskabstal Exiqon

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
Omsætning	43	49	85	82	94	115	170
R&D udgift ordinær	28	29	42	43	30	23	25
EBIT	-26	-75	-81	-77	-40	-5	25
Resultat før skat	-25	-68	-70	-147	-42	-6	25
Nettoresultat	-25	-68	-116	-339	-44	-6	25
Balance	67	392	516	175	129	150	165
Likvider	20	332	174	46	18	30	45
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	65	62	60
Egenkapital	34	343	462	122	85	97	122
Antal ansatte	62	80	115	109	76	71	80
Antal aktier mio. styk	7,0	24,4	30,3	30,3	33,3	35,0	35,0
Res. pr. aktie DKK	-1,8	-3,3	-4,0	-4,8	-1,3	-0,2	0,7
Udbytte i DKK	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi i DKK	11,9	14,0	14,9	4,0	2,5	2,8	3,5

NB: 2011 estimatet er opgjort uden effekt af voldgifts- og retssagen med Santaris. I første halvår er udgiftsført 6,4 mio. kr. til omkostninger i forbindelse hermed, og udfaldet af voldgiften forventes afgjort inden årets udgang. Ledelsen forventer et positivt udfald af voldgiftssagen. En retssag, som er relateret hertil omkring patenter, er allerede vundet af Exiqon.



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Exiqon A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer aktier i Exiqon A/S på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte 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.