

## Konklusion

I første kvartal oplevede Exiqon en uventet afsporing i salget på det nordamerikanske marked. Det førte til en nedjustering af forventningerne til 2012 fra break-even på driften til et underskud på ca. 10 mio. kr. En rettet emission blev gennemført i juni 2012 med et nettoprovenu på 15,3 mio. kr. for at styrke likviditetsberedskabet. Heldigvis er salget i Nordamerika igen blevet løftet i andet kvartal, og opgearingen her med flere nyansatte salgsfolk forekommer derfor lovende. Koncernsalget i andet kvartal på 29,1 mio. kr. er det hidtil største i et enkelt kvartal. Det høje tempo med lancering af nye produkter er fortsætter, og prognosen for 2012 fastholdes.

Potentialet i Exiqon kan blive meget stort, men endnu mangler selskabet at opnå det helt store gennembrud omkring de unikke produkter. Videnskabelige formål og produktudvikling udgør i første omgang efterspørgslen, indtil teknologiens anvendelse for alvor vinder udbredelse. Videnskabelig undersøgelse viste primo juni i år værdien af miRNA-21 som indikator for risikoen for genoplussen af tyktarmskræft. Det er første bredt funderede bevis for anvendeligheden af miRNA i medicinsk sammenhæng. Produkterne kendetegnes af høj kvalitet og præcision men også af et forholdsvis højt prisniveau. Dette niveau vil dog kunne blive reduceret, såfremt produkterne overgår til bred anvendelse i et omfang, som kan være mange gange større end det nuværende. Netop denne mulighed for et kvantespring opad udgør det spændende potentiale i aktien, som er en langsigtet placeringsmulighed med et højt afkast/risiko forhold.

### Anbefaling:

Aktuel Kurs: 9,4

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 346,6 mio. kr.

Antal aktier: 36,874 mio. styk

Næste regnskab: 31-10-12 (Q3)

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 9 – 12

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 14 – 20

Tidligere anbefaling køb/køb v/ kurs 10 den 07-06-2012

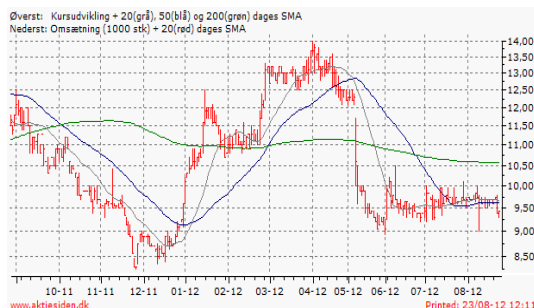


### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Exiqon fastholder prognosen for 2012. Omsætningen ventes på baggrund af en USD/DKK kurs på 5,5 at lande i intervallet 110-115 mio. kr. med et negativt EBIT på ca. 10 mio. kr. til følge. Pengestrømmene fra driftsaktiviteterne forventes at blive 0. Der er ikke kalkuleret med engangsindtægter fra nye væsentlige licensaftaler, selvom man løbende arbejder herpå.



### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	13,8
Lav	8,3

### Muligheder

Tempoet i produktlanceringer og udvidelsen af produktsortimentet er lovende for væksten i afsætningen i de kommende år. Markedet for Exiqons produkter er endnu ungt, men når et egentligt gennembrud for produkternes anvendelse finder sted, vil salget blive løftet markant. Licensaftaler indgås løbende, hvilket giver både upfront betalinger og et stort, langsigtet potentiale. Anvendelse af miRNA til screening for kræft kan revolutionere tidlig opdagelse og bedste valg af behandlingsform. Anvendelse af biomarkører ved mindre alvorlige sygdomme udgør også et potentiale.

### Risici

Selskabet henvender sig til et nyt segment. Videnskabelig brug er fortsat på et indledende stadie. Konkurrenters udvikling af nye produkter er en risikofaktor. Værdien af miRNA til kræftbehandling skal afklares før bred anvendelse på hospitalerne kan fremkomme. Eventuel afsporing af de udstukne strategier vil kunne ramme et lille selskab hårdt. Det er vigtigt, at ledelsen anvender selskabets begrænsede økonomiske ressourcer optimalt, og at fejl undgås. Omsætningen i aktien er stigende men fortsat præget af lav likviditet.

## Facts om Exiqon

- Exiqon er ledende indenfor genteknisk miRNA-analyse (microRNA) baseret på en patenteret LNA-teknologi. Markedet er relativt nyt, idet første produkt blev lanceret i 2004.
- Selskabets aktiviteter er opdelt i Life Science (forskningsprodukter til analyse af celler) og Diagnostics (udvikling af diagnostiske tests). Salg 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.
- Licenser udstedes til andre virksomheder inden for segmenter, hvor man ikke selv satser grundet begrænset økonomisk kapacitet.
- Produktion af de aktive reagenser er næsten helt outsourcet og kan hurtigt tilpasses ændringer i volumen. Selve påfyldningen af de enkelte test foretages hos Exiqon ved hjælp af en automatisk robotfunktion.
- Salget varetages fra hovedkontoret (Vesteuropa), i USA igennem et datterselskab og via distributører i 27 lande herunder nye markeder i Asien og Latinamerika.
- Geografisk fordeling af omsætningen (Q2 2012): Europa 48, Nordamerika 39, Resten af verden 13 %.
- Produktsegment (H1 2012): Life Sciences 95, Diagnostics 5 %.
- Ledelse: Lars Kongsbak er adm. direktør og Hans Henrik Chrois Christensen er finansdirektør; Thorleif Krarup er formand.
- Medarbejdere: 73.
- Ejerforhold (pr. ultimo 2011): Danske Invest over 10 %, ATP over 10 %, Teknoinvest VIII KS (Oslo) over 5 %, Nobel-gruppen over 5 %. Antallet af aktionærer er stigende og nået op på ca. 1.400.

## Beskrivelse

Aktiviteterne startede i 1996 med LNA (Locked Nucleic Acid) teknologi som virkefelt. I 2003 blev den oprindelige selskabskonstellation splittet op i de to selvstændige selskaber: Santaris Pharma og Exiqon – sidstnævnte som et børsnoteret selskab. En strid omkring patentrettigheder mellem de to selskaber blev i 2011 bilagt. Denne afgørelse betyder, at Exiqon nu har fået større mulighed for at anvende sine produkter, herunder også anvendelse til klinisk udvikling af lægemidler.

Selskabet er opdelt i Exiqon Life Science og Exiqon Diagnostics. I Life Science er Exiqon førende one-stop leverandør af produkter i høj kvalitet indenfor miRNA. Produkterne leveres til forskningsbrug til analyse af miRNA i celler med henblik på at forstå geners aktivitet og udviklingen af sygdomme. Universiteter og den bioteknologiske og farmaceutiske industri er den primære kundekreds. Diagnostics udvikler tests ved hjælp af samme teknologi (biomarkører) til udækkede medicinske behov. Fokus er i første omgang rettet mod brug af disse biomarkører til tidlig opdagelse af tyk- og endetarmskræft via blodprøver, og erfaringerne herfra forventes videreført til modernærkekræft. Formålet er at kunne give kræftbehandlende læger mulighed for at stille tidlige og præcise diagnoser for at kunne sikre den enkelte patient den bedste behandling. Markedet er endnu i sin vorden og befinder sig fortsat på forskningsniveau.

Produktsortimentet udvides løbende. Det høje tempo for lancering af nye produkter er fortsat i 2012. Licensaftaler indgås løbende, men indtil videre er der ikke indgået nye aftaler i år. Nyeste, store aftale blev indgået med IDEXX Laboratories sidste år i form af licens til at benytte Exiqon's patenterede LNA-teknologi til veterinærdiagnostiske test af infektionssygdomme. Disse aftaler indebærer et langsigtet Upside potentiale, idet volumen først for alvor vil komme efter at et eventuelt færdigt medicinalprodukt er blevet godkendt og lanceret af den pågældende licenshaver. Succes eller fiasko ligger derfor udenfor selskabets kontrol.

Exiqon udfører også opgaver for medicinalindustrien som underleverandør. En interessant opgave er udført for Tacere Therapeutics/Pfizer omkring et Hepatitis C projekt. Exiqon har desuden en co-marketing aftale med Roche Diagnostics og tosidede licensaftaler med Life Technologies. Takket være aftalen med Life Technologies kan Exiqon optræde som "one stop supplier" med dækning af alle dele af arbejdsprocessen (bortset fra måleapparater). Det vil fremadrettet kunne øge omsætningen.

Salget sker fra hovedkontoret og via datterselskabet i USA samt eksterne distributører. Dette set-up er fleksibelt og skalerbart, herunder at kunder via Internettet kan bestille specifikke løsninger (Pick & Mix). Selve produktionen af de kemiske reagenser er outsourcet. In-house forestår selskabet selv næste fase af procesforløbet med opdeling af prøver i individuelle testbrønde. Færdige standardløsninger og individuelle Pick & Mix løsninger leveres derefter direkte til kunderne. Exiqon tilbyder miRNA undersøgelse for både mennesker og forsøgsdyr som mus og rotter m.v.

## Produktbeskrivelse

Produktudvikling har afgørende betydning for den fremtidige værdi af Exiqon. For så vidt angår udvikling af miRNA-baseret diagnostik foregår udviklingsprocessen i tre stadier. Første stadium er at opdage nye biomarkører. Dernæst indledes en proces med identificering, hvilket kan tage 6-12 måneder. Sidste stadium kaldes en assay (prøve), der kan tage 12 måneder eller længere at udarbejde. Hvis en assay fungerer som forventet, kan man derefter gå i gang med processen omkring en kommercialisering.

Ved hjælp af miRNA-teknologien er det hensigten at kunne opnå en højere sandsynlighed for en rigtig diagnose via en blod- eller vævsprøve. Herefter er det kun den reelle risikogruppe blandt patienterne, som skal gennemgå en fyldestgørende undersøgelse. Der er således et stort potentiale for besparelse og effektivisering i sundhedssektoren, hvis det lykkes for Exiqons forskning at finde frem til en kvalificeret og tilstrækkelig sikker metode til dokumentation via miRNA. De foreløbige resultater peger i positiv retning.

Tre vigtige udviklingsprojekter er i gang indenfor Diagnostics. Selskabet undersøger muligheden for en PCR-test til tidlig opdagelse af tyk- og endetarmskræft på baggrund af blodprøver. Kommercialisering forventes i 2014, hvis projektet afsluttes positivt.

Et andet projekt drejer sig om risikoen for tilbagefald ved tyktarmskræft efter operation. Exiqon præsenterede på årsmødet i American Society of Clinical Oncology (ASCO) den 01-06-2012 nye positive resultater fra studiet af miRNA-21, som omfatter alle patienter i Danmark med tyktarmskræft i stadium II i 2003. Disse patienter er blevet fulgt i seks år frem til 2009. Der er tale om den første store undersøgelse med et bredt datagrundlag omfattende 711 patienter. Studierne viser, at en meget høj andel af miRNA-21 aktivitet er en overbevisende indikator for signifikant risiko for genopblussen af kræftsygdommen og dermed højere dødelighed. Studierne viser vigtigheden af at kunne klassificere patienter med tyktarmskræft i stadium II, og selskabet ønsker at finde en partner som kan videreføre undersøgelse med henblik på kommerciel brug af en sådan metode. I dag får 25 % af tyktarmspatienterne et tilbagefald efter operation. Med en test af Exiqons produkt er det hensigten, at det skal være muligt på baggrund af blodprøver at identificere de patienter, der har signifikant risiko for tilbagefald, idet man så målrettet kan sætte ind med ekstra behandling på et tidligt tidspunkt (supplerende kemobehandling). Exiqons plan er, at dette produkt skal kommercialiseres i 2014, men det forudsætter indgåelse af en partneraftale.

Tredje projekt er rettet mod modernærkekræft. 80 % af alle hudkræftssygdomme skyldes modernærkekræft. Det er også her vigtigt at opdage sygdommen på et tidligt stadium, og Exiqons metode er anvendelse af miRNA. Ved succesfuld videre forskning er planen kommercialisering i 2014.

## Fremtidsudsigter

I første kvartal oplevede Exiqon et uventet afbræk i salget på det nordamerikanske marked. Det har medført, at tidspunktet for opnåelse af break-even på driften må udskydes til 2013. Heldigvis blev afbrækket kortvarigt, idet Exiqon allerede i Q2 igen har fremgang i salget i Nordamerika. I dette geografiske område har Exiqon gearet op med ansættelse af flere salgsfolk, og pr. 16-07-2012 er der udpeget en person med det overordnede ansvar.

Salget i Nordamerika (ekskl. tredjemands OEM-salg, dvs. hos partnere, der må sælge Exiqons produkter under eget navn) steg med 6 % til 9,6 mio. kr., hvilket er en betydelig fremgang fra Q1 i år og en stigning fra 9,1 mio. kr. i samme kvartal sidste år. Salget i Europa udvikler sig tilfredsstillende.

Netto er omsætningen på koncernniveau steget med 5,3 mio. kr. fra Q1 til 29,1 mio. kr. Her spiller en gunstig udvikling i USD-kursen positivt ind, idet salget på det nordamerikanske marked er afregnet til en USD/DKK kurs på 5,71 mod oprindeligt forventet 5,5. I forhold til første halvår 2011 ligger salget 1,2 mio. kr. lavere på 53,0 mio. kr.

Company	Cash flow	Q2 organic growth 2012	NA	Europe	Asia/RoW
Fluidigm	Negative	22%			
Exiqon	Negative	9% (17% if own products only)	6%	18%	55%
Thermo Fisher	Positive	4%	low single	low single	low double digit
Qiagen	Positive	3%			
Affymetrix	Negative	3%			
Luminex**	Positive	1%			
Sigma Aldrich*	Positive	1%	0-5%	0-5%	>5%
Life Technologies Inc*	Positive	1%	-2%	1%	17% (Japan -6%)
Biorad (Life Sciences)	Positive	-1%	negative	negative	growth
Illumina Inc	Positive	-2%			
Roche Applied Sciences	Positive	-3%			
Pacific Biosciences	Negative	-31%			
Epigenomics	Negative	-57%			
* Research consumables business					
**Includes revenue from acquisition					

Exiqon klarer sig godt i forhold til konkurrenterne jf. det viste skema. Kilde: Exiqon A/S.

Uanset en generel utilfredsstillende markedsudvikling i Q2 (jvf. skemaet ovenfor) er der fortsat en stærk positiv trend i efterspørgslen. Exiqon kan desuden drage fordel af en stor udvidelse af produktsortimentet og de løsningstilbud, som man har til kunderne. Området for håndtering af prøver for medicinalsekskaber kan vokse betydeligt, som en forlængelse af den nuværende brug indenfor forskning. Et helt nyt markedssegment er ved at åbne sig omkring såkaldte prækliniske tox-studier, idet meget tyder på, at Exiqon vil være i stand til at levere sådanne tests, der på forhånd kan identificere risikoen for skader på de indre organer hos forsøgsdyr. Det er et sikkerhedskrav, som de amerikanske sundhedsmyndigheder, FDA, er ved at indføre.

Den store, langsigtede udvidelsesmulighed ligger indenfor anvendelse medicinsk. Fra anvendelse ved ren videnskabelig forskning er der udsigt til et skift i de kommende år til bredere anvendelse i især medicinsk udviklingsarbejde. Næste fase bliver anvendelse på klinikker og sygehuse. Volumen vil i så fald skifte niveau. Hensigten er at benytte miRNA til at kunne identificere indikationer af en mulig sygdomseksposering, og dermed brug af miRNA som ledsagende produkt til selve medicinproduktet. For så vidt angår pionerindsatsen for de tre ovennævnte projekter indenfor kræft, er disse fuldt finansieret af offentlige organisationer i Danmark.

Bruttoavancen på Life Science produkterne er generelt 65-70 % ved direkte salg. Omsætningen til tredjemand (betegnes OEM) udgør en faldende andel af omsætningen, og på denne del er bruttoavancen naturligvis lavere end ved det almindelige salg. Salg via forhandlere indebærer afgivelse af en avance til disse.

## Aktien som investering

Exiqon er inde i en spændende udvikling. Resultaterne fra studiet af miRNA-21 understøtter muligheden for at kunne klassificere patienter med tyktarmskræft i stadie II (tilbagefaldsrisikoen). LNA-teknologi har allerede bevist sin styrke, og omkring denne centrale metode ejer Exiqon afgørende patentrettigheder. Videnskabelige formål og produktudvikling udgør i første omgang efterspørgslen, hvilket afspejler teknologiens tidlige stadi. Exiqon's produkter udmærker sig ved høj kvalitet, hvilket indebærer et højt prisniveau sammenlignet med alternative metoder. Konkurrencen varierer ud fra kravet til opgaven, og nichen har få udbydere. Væksten må formodes at blive 20-30 % årligt i de kommende fem år, og et decideret niveauskift vil kunne indtræffe i det øjeblik miRNA skifter over til brug på sygehuse o.lign. Interessen for at gennemføre generelle, forebyggende undersøgelser er stor hos politikere, og der vil derfor blive tale om meget store antal af prøver. For Exiqon er det en yderst attraktiv udviklingsmulighed, idet der kun kræves en blod- eller vævsprøve, hvorved omkostningen i sundhedssystemet ved gennemførelse af undersøgelsen kan holdes på et lavt niveau. Tilsvarende er der ikke noget ubehag for personerne i modsætning til de nuværende undersøgelsesmetoder.

Selskabets fremtidsmuligheder er enorme. Indtægter fra licensaftaler er en positiv Joker, men Exiqon er ikke selv i stand til at bestemme tidspunkt og omfang heraf. Udfordringen er at klare konkurrencen både teknologisk og økonomisk i dette produktområdes første, usikre fase. Exiqon er økonomisk set lille trods en solid markedsandel på op mod 25 % i sin niche. Perspektivet for selskabets udvikling 5-10 år frem er en flerdobling i størrelse.

Vi vurderer Exiqon som en aktie med en profil som High Return/Risk. Strukturen med et helt nyt produktområde indenfor miRNA og en mellemlang udviklingsproces for selve produkterne og dokumentationen af deres værdi indebærer, at aktien egner sig til langsigtet placering hos investorer med en tidshorizont på 3-5 år. Det er en køb-og-gem situation.

## Regnskabstal Exiqon

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
Omsætning	43	49	85	82	94	111	115
R&D udgift ordinær	28	29	42	43	30	23	25
EBIT	-26	-75	-81	-77	-40	-28	-10
Resultat før skat	-25	-68	-70	-147	-42	-25	-11
Nettoresultat	-25	-68	-116	-339	-44	-25	-11
Balance	67	392	516	175	129	122	125
Likvider	20	332	174	46	18	12	15
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	65	64	62
Egenkapital	34	343	462	122	85	80	76
Antal ansatte	62	80	115	109	76	71	73
Antal aktier mio. styk	7,0	24,4	30,3	30,3	33,3	34,2	36,9
Res. pr. aktie DKK	-1,8	-3,3	-4,0	-4,8	-1,3	-0,7	-0,3
Udbytte i DKK	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi i DKK	11,9	14,0	14,9	4,0	2,5	2,3	2,1



## **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 ikke 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.