

Konklusion

Salget voksede i 2011 med 19 % og bruttoresultatet (EBITDA) blev et underskud på 5 mio. kr. Ekstraordinære udgifter til Santaris-sagen blev 14 mio. kr. Det er imidlertid særdeles positivt, at driften (EBITDA) i Q4 gav et resultat på 1,9 mio. kr., og vi anser det for sandsynligt, at tiden med cash-burn nu er ovre. For 2012 kan der forventes en stigning i salget på mindst 17 %, og året ventes at give plus på driften og en positiv pengestrøm. Dertil kommer mulighed for indtægter fra indgåelse af nye licensaftaler.

Exiqon er en af børsens mest specialiserede og – set fra investorenes synspunkt - vanskeligste at vurdere. Potentialet kan vise sig at være enormt, men evnen til at udnytte det kommercielt og konkurrencen udgør begrænsningerne herfor. Selskabet ejer centrale patentrettigheder som indebærer Take Over mulighed. Aktien er en særdeles spændende, langsigtet placeringsmulighed med et højt afkast/risiko forhold. Selskabets højt specialiserede produktforhold indebærer dog både en forhindring for investorenes bedømmelsesmulighed af aktien og en risiko om udviklingsforløbet i dette nye videnskabsbaserede virkefelt.



Anbefaling:

Aktuel Kurs: 13,1

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 459,4 mio. kr.

Antal aktier: 35,07 mio. styk

Næste regnskab: 08-05-12 (Q1 regnskab)

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 12 – 15

Kursudvikling 12-18 mdr.: 15 - 25

Tidligere anbefaling køb v/ kurs 8,75 den 08-12-2011



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

I 2012 forventer Exiqon at øge omsætningen med 17 % til ca. 130 mio. kr. Skønnet er baseret på en vækst i salget af egne forskningsprodukter på ca. 25 % (ekskl. OEM salg). Driftsresultatet (EBIT) forventes at blive positivt, hvilket også gælder for pengestrømmene. Prognosen indeholder ikke potentielle engangsindtægter fra nye væsentlige licensaftaler, selvom man forventer at indgå sådanne i 2012. Prognosen er baseret på en USD/DKK kurs på 5,50.



1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	13,8
Lav	8,3

Muligheder

Selskabet har et stærkt, patentbeskyttet grundlag indenfor LNA og miRNA som grundlag for udvikling af nye produkter. Eksisterende produkter har mulighed for at opnå et markant løft i volumen og derved indtjening. Indgåelse af licensaftaler vil give indtægter med mulighed for efterfølgende royalty. Diagnostik og bredere anvendelse af miRNA til screening for kræft og andre alvorlige sygdomme kan revolutionere tidlig opdagelse og valg af behandlingsform. Anvendelse af biomarkører ved mindre alvorlige sygdomme udgør også et potentiale. Exiqons målrettede produkter kan give store besparelser på sundhedsudgifterne og gavne patienterne ved at undgå fejlbehandling.

Risici

Selskabets muligheder overstiger ressourcerne. Valg ved prioritering af projekter og sikring af kvalificerede medarbejdere er vigtige punkter. Værdien af miRNA til kræftbehandling skal afklares før en start med bred anvendelse på hospitalerne kan fremkomme. Økonomisk har selskabet en begrænset likviditetsreserve, men rettede emissioner har opvejet Cash Burn. Eventuelt negative nyheder kan påvirke aktien, som ellers er præget af en stigende men stadigvæk lav likviditet. Videnskabens udvikling i dette nye felt såvel som konkurrenters udvikling af nye produkter er en vedvarende udfordring.

Facts om Exiqon

Selskabet er aktivt indenfor Life Science og Diagnostics. Man er ledende indenfor genteknisk miRNA-analyse (microRNA) baseret på den patenterede LNA-teknologi. Der er tale om et relativt nyt marked, idet første produkt blev lanceret i 2004. 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. Produktionen af de aktive reagenser er næsten helt outsourcet og kan hurtigt tilpasses ændringer i volumen. Selve påfyldningen af de enkelte tests foretages hos virksomheden selv 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 (2011): Europa 51, Nordamerika 38, Resten af verden 11 %.

Produktsegment (2011): Life Sciences 90, Diagnostics 10 %.

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

Medarbejdere: 72.

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 ca. 1.400.

Beskrivelse

Selskabet startede 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. En tvist mellem de to selskaber opstod i 2011 med gensidige krav mod hinanden. Striden er nu afgjort, og Exiqon har fået udvidet sin adgang til afsætningen af sine produkter til også at omfatte klinisk udvikling af lægemidler.

Organisatorisk er selskabet bygget op omkring Exiqon Life Science og Exiqon Diagnostics. Indenfor Exiqon Life Science er man en førende one-stop leverandør af produkter i høj kvalitet indenfor microRNA og sortimentet er netop blevet udvidet med mRNA-produkter. Diagnostics udvikler tests ved hjælp af microRNA til udækkende medicinske behov. Fokus er i første omgang rettet mod brug af disse biomarkører til tidlig opdagelse af tyk- og endetarmskræft via blodprøver. Der arbejdes også på et lignende setup for modermærkekræft.

Salg sker direkte fra hovedkontoret og via datterselskabet i USA samt eksterne distributører. Kunder kan selv bestille specifikke løsninger via Internettet. I produktionen foretages den kemiske udførelse af reagenser via en underleverandør (outsourcing). På hovedkontoret foretages en opdeling i de individuelle testbrønde som næste skridt i et procesforløb, og her kan kunderne få færdige standardløsninger og individuelle Pick & Mix løsninger. Markedet for Exiqons produkter er fortsat i en ung fase med et snævert kundegrundlag. Exiqon tilbyder microRNA undersøgelse for både mennesker og forsøgsdyr som mus og rotter. Forventningen er en vækst på 20-25 % årligt de næste tre år, således at segmentets omsætning vil overstige 1 mia. USD i 2015. LNA-teknologi har dog 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 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, og denne niche har få udbydere.

Produktsortimentet blev sidste år udvidet med 10 nye produkter, herunder Pick & Mix microRNA PCR-paneler til kvantificering af microRNA i 96 "brønde" (dvs. test af 96 forskellige reagenser) som supplement til den eksisterende type med 384 forskellige brønde. Herved henvender Exiqon sig nu til et langt større antal brugere med apparater af den lille og billigere type. Ved hjælp af selskabets database er der lanceret en række standardiserede tilbud rettet mod særlige segmenter af forskning. En aftale blev sidste år indgået med IDEXX Laboratories i form af licens til at benytte Exiqon's patenterede LNA-teknologi til tests som veterinærdiagnostik af infektionssygdomme. For Exiqon indebærer aftalen et langsigtet Upside potentiale - dog uden for selskabets kontrol.

Bruttoavancen på produkterne er generelt 65-70 % for Life Sciences' produkter ved direkte salg, og følsomheden er derfor stor over for salgets udvikling. 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 en afgivelse af en avance til disse.

Endvidere tilbyder selskabet medicinalindustrien at udføre opgaver som underleverandør angående specifikke undersøgelser og formål. Man har fx medvirket i et projekt omkring Hepatitis C for Tacere Therapeutics/Pfizer. Denne aktivitet er dog blevet omlagt til brug af samarbejdspartnere (outsourcing). Exiqon har desuden en co-marketing aftale med Roche Diagnostics og to-sidede 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 har fra 2011 givet en kraftig stigning i omsætningen, som forventes at fortsætte.

Produkterne

Produkterne er udviklet fra og baseret på LNA-teknologien. I 2011 blev 10 nye produkter lanceret. Salget sker primært til forskning og klinisk udvikling af lægemidler. Produktudvikling har afgørende betydning for den fremtidige værdi af Exiqon. For så vidt angår udvikling af microRNA-baseret diagnostik foregår udviklingsprocessen i tre stadier. Første stadie er at opdage nye biomarkører. Dernæst indledes en proces med identificering, hvilket kan tage 6-12 måneder. Næste stadie kaldes en assay (prøve), der kan tage 12 måneder eller længere. Hvis en assay udvikler sig som forventet, kan man derefter gå i gang med processen omkring en kommercielisering.

I dag anvendes i sundhedsvæsenet enorme ressourcer til undersøgelse af kræftpatienter. I forbindelse med kemobehandling, hvor der i reglen er mulighed for flere forskellige løsninger, er der desværre uklarhed om virkningens gennemslagskraft for enkelte personer. Som led i at opdage kræft benyttes bl.a. scannere, men disse er dyre og kapaciteten er begrænset. For patienterne er hele processen desuden forbundet med et psykisk pres, idet der ofte er ventetider på scanning m.m. Ved hjælp af microRNA-teknologien er det tanken at kunne frembringe en højere sandsynlighed for en rigtig diagnose ved en metode som er billig og uden ubehag, nemlig via en blod- eller vævsprøve. Herefter er det kun den reelle risikogruppe 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 effektiv metode til dokumentation via microRNA. De foreløbige resultater peger i positiv retning.

Tre udviklingsprojekter er i gang indenfor Diagnostics. Man har således leveret foreløbige data til en PCR-test til tidlig opdagelse af tyk- og endetarmskræft på baggrund af blodprøver. Ca. 600.000 patienter i den vestlige verden får årligt stillet diagnosen tyk- eller endetarmskræft. Personer over 50 år anbefales at få foretaget en koloskopi undersøgelse hver 5. til 10. år som en forebyggelse. Exiqon arbejder her med et projekt, der via en blodprøve skal kunne identificere sygdommen på et tidligt tidspunkt, frem for at man skal igennem den meget dyre koloskopi undersøgelse. Forventet kommercielisering i 2014, hvis projektet fortsætter med at være succesfuldt.

Det andet projekt drejer sig om risikoen for tilbagefald ved tyktarmskræft. Her er dataindsamling afsluttet, og Exiqon forventer at fremkomme med konklusionen herom i første halvår 2012. I dag får 25 % af tyktarmspatienterne et tilbagefald efter operation. De tilbydes derefter kemobehandling, som dog ikke hjælper alle. Med en test af Exiqons produkt er det hensigten, at det skal være muligt på baggrund af blodprøver at identificere de patienter, der har risiko for tilbagefald, idet man så målrettet kan sætte ind med ekstra behandling på et tidligt tidspunkt af sygdomsforløbet. Det vurderes at produktet vil kunne hjælpe ca. 200.000 patienter på verdensplan årligt. Exiqons plan er, at dette produkt skal kommercialiseres i 2014.

Man er desuden som det tredje projekt i gang med modernærkekræft. 80 % af alle hudkræftssygdomme skyldes modernærkekræft. Her er det vigtigt at opdage sygdommen på et tidligt stadie, og også her arbejder Exiqon på en metode herfor efter ovennævnte principper. Ved succesfuld videre forskning er planen kommercielisering i 2014.

Fremtidsudsigter

Exiqon rummer et stort potentiale, men spørgsmålet er mere, hvor stor en del man er i stand til at indhøste af de enorme muligheder, som man er i berøring med. Foreløbig er det dog vigtigt, at man fra at have været i en cash-burn situation nu kan gå fra underskud til overskud fra og med 2012. Det skyldes den fortsat kraftige vækst i salget af produkterne, og der er yderligere mulighed for indgåelse af lukrative licensaftaler. Udgifterne til forskning indenfor Diagnostics er under kontrol, da opgaverne udføres ud fra kontrakter. Selskabets økonomi burde nu have passeret det afgørende punkt med skift fra underskud til en permanent situation med overskud. Dermed er perspektivet Upside mens Downside burde være begrænset.

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. Med den markante udvidelse af produktsortimentet og afklaringen omkring Santaris, er der åbnet et stort nyt marked, og derfor vil fokus fremover blive lagt på udvidelse af salget.

En partneraftale 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 burde også bidrage til at løfte salget. Partneraftalerne med håndtering af End User kunders specifikke laboratorieopgaver kan medvirke til at udbrede anvendelsen af disse former for tests og dermed bane vej for et løft i hele markedet. Exiqon opnår både salg af produkter og samarbejde med højt kvalificerede universiteter mv.

Den store, langsigtede udvidelsesmulighed ligger indenfor 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 indikationer af en mulig sygdomseksposering. Der er tale om en pionerindsats med de tre ovennævnte projekter, der er fuldt finansieret af offentlige organisationer i Danmark.

Aktien som investering

Exiqon er inde i en rivende udvikling omkring nye produkter og udvidet afsætning. Muligheden for anvendelse af biomarkører i form af microRNA er endnu ikke endegyldigt dokumenteret og anerkendt, men udviklingen peger i positiv retning. Exiqon er alligevel allerede nu nået frem til et punkt med udsigt til overskud på driften, hvilket er flot. Der er indgået samarbejde med enkelte store virksomheder i medicinalbranchen og solgt licensrettigheder med langsigtet Upside i form af royalty-aftaler. Den store effekt kommer dog først i tilfælde af lancering af et færdigt produkt fra disse licenshaveres side. Dermed er der en forsinkelsesfaktor på dette punkt, og man må betragte det som en form for Joker. Alligevel er effekten af nye licensaftaler stor på grund af Upfront betalingen.

Selskabets fremtidsmuligheder er enorme. Ledelsens evne til at vælge de rigtige projekter og sælge disse produkter i tilstrækkeligt omfang er afgørende. Indtægter fra licensaftaler må derimod ses som en proces styret udefra. Disse interessante, ekstra penge er svære at frembringe via promovning fra egen side, men teknologiens udbredelse hjælper det på vej. Udfordringen er samtidig at klare sig i konkurrencen, idet Exiqon er en økonomisk set lille virksomhed trods en solid markedsandel på op mod 25 % i sin niche. Perspektivet for selskabets udvikling 5-10 år frem er en mangedobling i størrelse – forudsat selskabet ikke bliver ødelagt af tekniske eller økonomiske årsager.

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. Et interessant aspekt er, at både Jyske Bank og Nordea nu har indledt analysedækning af aktien, og begges holdning er positiv.

Regnskabstal Exiqon

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
Omsætning	43	49	85	82	94	111	135
R&D udgift ordinær	28	29	42	43	30	23	25
EBIT	-26	-75	-81	-77	-40	-28	7
Resultat før skat	-25	-68	-70	-147	-42	-25	7
Nettoresultat	-25	-68	-116	-339	-44	-25	7
Balance	67	392	516	175	129	122	129
Likvider	20	332	174	46	18	12	19
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	65	64	63
Egenkapital	34	343	462	122	85	80	87
Antal ansatte	62	80	115	109	76	71	75
Antal aktier mio. styk	7,0	24,4	30,3	30,3	33,3	34,2	35,0
Res. pr. aktie DKK	-1,8	-3,3	-4,0	-4,8	-1,3	-0,7	0,2
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	2,5



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.