

## Konklusion

Indeværende år bliver særdeles spændende. Produktsortimentet indenfor miRNA (micro RNA) er blevet udvidet væsentligt, og salget vokser i forvejen kraftigt for 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 anvendeligheden af miRNA til identifikation af risiko for tarmkræft i blodprøver og dermed dokumentere denne metodes værdi i praksis. Det vil samtidig øge interessen for brug af miRNA til skræddersyet medicin, såkaldt Companion Products. Endvidere verserer en stor voldgiftsag med Santaris, hvor en afslutning formodes at komme i år.

Interessen for Exiqon's teknologi er stærkt stigende. Profitabel styring af indsatsen er påkrævet pga. talrige projektmuligheder og begrænsede ressourcer. Licensaftaler må ventes indgået. Værdien heraf er stor 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 enorme potentiale indebærer Take Over mulighed.



### Anbefaling:

Aktuel Kurs: 11,2

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 373 mio. DKK

Antal aktier: 33,335 mio. styk

Næste regnskab: 11-08 (Q2-regnskab)

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10,0 – 15,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 - 25

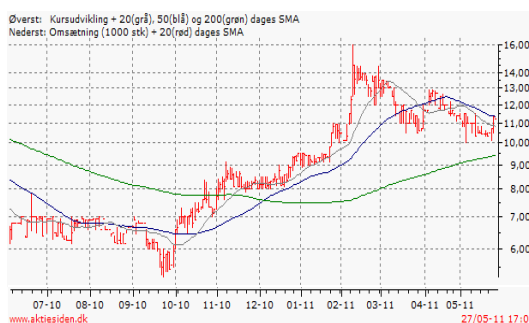
Tidligere anbefaling Kort/Lang (13,4): Hold/Køb 08-03-11



### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

I Q1 rapporten fastholdes guidance for 2011: Omsætning 105-115 mio. kr. og et EBITDA-bidrag på +/- 5 mio. kr. (før licensindtægter, som formodes at komme). Basis er en USD kurs på 5,25. Cash Burn forventes at blive standset i årets løb. Udvidelsen af produktsortimentet fortsætter. Det vil medvirke til vækst og forbedring af indtjeningsevnen. Voldgiftsagen mod Santaris Pharma forventes afgjort i år.

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	16,0
Lav	5,25



### Muligheder

Selskabet har et stærkt, patentbeskyttet teknisk grundlag omkring LNA og miRNA. Herudfra kan nye produkter udvikles. Markedet er i en indledende fase med videnskabelige formål i centrum. 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. Vækst i volumen vil kunne øge indtjeningen og medvirke til nedsættelse af prisen. Dermed muliggøres bredere anvendelse og yderligere vækst.

### Risici

Økonomisk er konkurrenterne store. Evnen til hurtig produktudvikling er en flaskehals. Mulighederne er større end ressourcerne, og prioritering er vigtig. Kvalificerede medarbejdere er afgørende for forløbet. Værdien af miRNA til kræftbehandling skal afklares. Faktisk brug på hospitalerne kommer herefter. Økonomisk har selskabet en begrænset likviditetsreserve. Cash Burn forventes at ophøre i år. Hvis der indtræffer et uventet tilbageslag kan en nytegning af aktier blive nødvendig og dermed påvirke børskursen negativt. Santaris-sagen indebærer stor usikkerhed. Aktiekursen er følsom.

## Facts om Exiqon

Virkefelt: 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 laver også 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. Mulighederne er nemlig langt større end ressourcerne. Produktionen er i al væsentlighed outsourcet, og man kan derfor håndtere store 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 (2010): Europa 55, Nordamerika 37, resten af verden 8 %.

Produktsegment (2010): Life Sciences 90, Diagnostics 10 %.

Salgets art: Produkter 84, Licenser 5, Kontraktforskning 11 %.

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

Medarbejdere: 76 (heraf 63 i moderselskabet).

Ejerforhold: Danske Bank koncernen over 10 %, Danske Invest over 10 %, ATP over 10 %, Teknoinvest (Oslo) over 5 %, Nobel-gruppen over 5 %. Antallet af aktionærer er stigende og udgør pr. 31-12-10 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, hvorefter Exiqon koncentrerede 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 stadi. Tilsvarende dominerer I-landene geografisk. 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 netop 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 nu leverance af individuelle prøver som specificeres af kunden selv (Pick & Mix).

Bruttoavancen på produkterne er generelt 65-70 % for Life Sciences' produkter, og følsomheden over for salgets udvikling er derfor høj. I tillæg opnås indtægter fra licensaftaler, hvor de intellektuelle rettigheder åbnes for anvendelse inden for andre felter. Der er således indgået en aftale med Becton, Dickenson and Company angående tests til infektionssygdomme. Strukturen er oftest en væsentlig betaling ved start og efterfølgende en licensafgift i forhold til salget af de pågældende produkter, og det indebærer en forsinkelse før en lancering og markedsføring. For Exiqon indebærer det et langsigtet Upside potentiale, hvor hele det videre forløb dog ligger 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 dog omlagt til samarbejdspartnere. Exiqon har desuden en co-marketing aftale med Roche Diagnostics og tosidede licensaftaler med Life Technologies. Det er meget store aktører set i forhold til Exiqon.

Produktionen varetages i hovedsagen af en 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. Det amerikanske marked betjenes af et datterselskab. I 2009 blev produktsortimentet fuldt dækkende, idet vigtige aftaler om køb/salg af rettigheder blev indgået. Exiqon kan

derfor nu optræde som "one stop supplier" med dækning af alle dele af arbejdsprocessen (bortset fra måleapparater). Det har i 2010 givet en ekstra kraftig stigning i omsætningen.

Den generelle neddæmpning af aktiviteten pga. Finanskrisen har ført til en forsinkelse i den planlagte forbedring af Exiqons økonomi. Life Sciences var fastsat til at generere positivt cash flow i 2010. Diagnostics baserer sig på forskningskontrakter med danske myndigheder inden for kræft og var underskudsgivende i 2010. Opstarten medvirkede hertil. Fremover vil aktiviteten blive styret stramt, således at indtægterne som minimum dækker udgifterne.

I 2010 præsterede selskabet en markant positiv udvikling både produktmæssigt og økonomisk, men forsinkelsesvirkningen blev alligevel mærkbar på likviditeten. En kapitalforhøjelse svarende til 11 % af aktiekapitalen tilførte 19 mio. DKK. Selskabet forventes i indeværende år at præstere et nul-resultat opgjort som EBITDA, hvilket også indeholder ikke-likvide udgiftsposter. Sammen med mulige licensindtægter fra nye aftaler, der må antages at blive indgået i årets løb, tegner der sig altså et positivt cash flow. Bindningen i driftskapital er imidlertid steget væsentligt i Q1 pga. høj vækst og omlægninger. Pengeforbruget på investeringer er derimod beskedent. Samlet indebærer det, at 2011 ser ud til at få uforandret likviditet samlet set. Gennemslaget af den positive udvikling er således udskudt til 2012 mht. likviditet. For at øge handlefriheden har Exiqon fået fordoblet sin beskedne kreditramme fra 5 til 10 mio. DKK.

Et specielt forhold har udviklet sig i 2010 i form af anlæggelse af en voldgiftsag mod den oprindelige partner, nu Santaris Pharma, med et krav på 99 mio. kr., hvilket er blevet besvaret med et modkrav på 100 mio. kr. Sagen drejer sig om krænkelse af Exiqon's patentrettigheder inden for diagnostik. En afklaring af spørgsmålet påregnes allerede i indeværende år.

Endelig skal det nævnes, at Exiqon har akkumuleret et meget stort skattemæssigt underskud, hvis skattemæssige værdi kan opgøres til 113 mio. DKK. Dette beløb er ikke aktiveret og kan sammenholdes med egenkapitalens størrelse på pt. 81 mio. DKK. Overgang til en normal situation som virksomhed med overskud vil derfor indebære genvinding heraf.

## Fremtidsudsigter

Kurverne mellem indtægter og udgifter er nået frem til balancepunktet, og 2011 har dermed udsigt til at blive det første år uden Cash Burn. Salget udvikler sig stærkt med et tempo svarende til +33 % om året. Selskabet styrker derfor sin salgsorganisation, og flere nye aftaler med distributører er indgået for at dække flere lande. Bruttoavancen i Q1 blev væsentligt lavere end normen pga. en større andel af kundeopgaver inden for laboratorieservice, omkostninger til opstart af nye tilbud og lagernedskrivninger. Indsatsen i projekterne inden for Diagnostics er nu synkroniseret i forhold til indtægterne som et andet vigtigt punkt, ligesom overhead-omkostninger er nedbragt.

Produktsortimentet er 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. Hertil kommer inden for overskuelig tid en decideret udvidelse af hele virkefeltet, idet Exiqon arbejder på også at kunne tilbyde tests for mRNA (messengerRNA) og DNA. Virksomhedens besiddelse af patenter med den afgørende LNA-teknologi som spydspids er et 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. Mere målrettet udviklingsarbejde i medicinalvirksomheder ses som næste trin, 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. Samtidig indebærer det en lang tidshorisont, men til gengæld er den mulige dimension af disse indtægter enorm set i forhold til Exiqons nuværende økonomiske størrelse.

Den store udvidelsesmulighed ligger i næste trin 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, om 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 en konference hos American Association for Cancer Research i Orlando, USA. En anden interessant fremlæggelse vil foregå i dagene 3.- 6. juni i Chicago (ASCO konference). Afklaring af anvendelsesmuligheden for miRNA som biomarkører forventes således i år. Et positivt udfald vil være et gennembrud med bred betydning, og dermed starten på undersøgelse af andre sygdomme. Da der er tale om livstruende sygdomme er interessen for en hurtig udnyttelse af nye muligheder til stede, og det vil kunne sætte skub i en spændende udvikling.

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 og dermed muligheden for at opdage tarmkræft 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 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 promovoring 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 men med 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

Det tidlige stade for miRNA som kommercielt produkt indebærer, at Exiqon er inde i en rivende udvikling. Selskabets udviklingsmulighed hører sandsynligvis til de relativt målt største blandt de børsnoterede selskaber i Danmark. Patenter og produktrettigheder udgør bastionen herfor. 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.

De store perspektiver understreger værdipotentialt i Exiqon og muligheden for et Take Over bud. Da potentialt skal fremkomme ved en omfattende forskningsindsats, må en køber nødvendigvis være venligsinde og forhandle sig frem til en aftale, der kan sikre bevarelse af en kompetent 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. Det skal bemærkes, at to bestyrelsesmedlemmer umiddelbart efter regnskabet for Q1 har erhvervet aktier i Exiqon for ca. 1,5 mio. kr., hvilket må betragtes som et positivt signal. Potentialt med udsigt til 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.

**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	22	25
EBIT	-26	-75	-81	-77	-40	-4	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	130	170
Likvider	20	332	174	46	18	20	45
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	65	62	60
Egenkapital	34	343	462	122	85	79	104
Antal ansatte	62	80	115	109	76	75	80
Antal aktier mio. styk	7,0	24,4	30,3	30,3	33,3	33,3	33,3
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	2,4	3,1

**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 Svendsen 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.

