

Konklusion

Væksten fortsætter i et tempo på over 30 % p.a. for salget af egne produkter. Produktsortimentet indenfor miRNA (micro RNA) forbedres løbende og en markant udvidelse af virkefeltet er på vej med analyse af mRNA (messenger RNA) og DNA. Diagnostics skal færdiggøre et udvidet studie af miRNA til identifikation af risiko for tyk- og endetarmskræft ud fra blodprøver. Succes for projektet vil også kunne give et gennembrud for brug af miRNA til skræddersyet medicin, som et såkaldt Companion Product. Afklaringen af voldgiftssagen med Santaris har åbnet nye forretningsmuligheder inden for medicinsk udvikling. Retsopgøret har kostet hele 14 mio. kr. En rettet emission (19 mio. kr.) er blevet gennemført med succes, ligesom kreditfaciliteten er udvidet. Udgiftsbasen styres stramt og er blevet reduceret. Vi forventer et væsentligt overskud før eventuelle licensindtægter i 2012. Exiqon er en af børsens mest specialiserede og dermed – 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 besidder centrale patentrettigheder som sammen med det omtalte potentiale indebærer Take Over mulighed. Aktien er en sjældent set spændende, langsigtet placeringsmulighed med et højt afkast/risiko forhold. Insidere øger deres aktiedeltagelse.



Anbefaling:

Aktuel Kurs: 8,75

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 306 mio. kr.

Antal aktier: 35,002 mio. styk

Næste regnskab: 23-02-12 (Q4/årsregnskab)

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 8,0 – 15,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 - 25

Tidligere anbefaling Kort/Lang (11,2): Køb/Køb 01-09-11

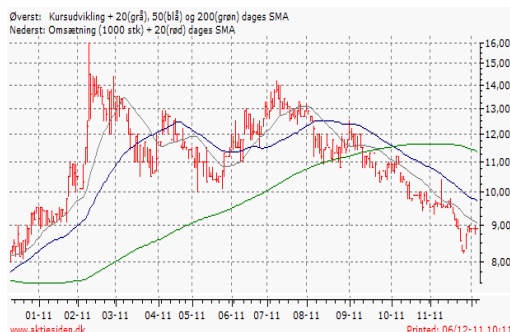


Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Prognosen for 2011 præciseres til en omsætning midt i det tidligere udmeldte interval, dvs. ca. 110 mio. kr. EBITDA (ordinær) bidraget forventes at blive ca. 0 mio. kr. Særlige udgifter til Santaris-voldgiften udgør en ekstra post på -14 mio. kr. Estimatet indeholder ikke eventuelle engangs-indtægter fra nye licensaftaler. Basis er en USD kurs på 5,25. Voldgiftssagen blev afsluttet tilfredsstillende, og usikkerheden herom er dermed fjernet.



1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	16,0
Lav	8,0

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 indtjening. Indgåelse af licensaftaler vil give indtægter nu og her 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 samtidig gavne patienterne.

Risici

Selskabets muligheder overstiger ressourcerne. Valg ved prioritering af projekter og kvalificerede medarbejdere er vigtige punkter. Værdien af miRNA til kræftbehandling skal afklares før en start med bred anvendelse på hospitalerne. Økonomisk har selskabet en begrænset likviditets-reserve. Rettede emissioner har opvejet Cash Burn. Skift til positiv likviditetsgenerering er blevet forsinket, herunder udgiften til voldgift. Eventuelt negative nyheder kan påvirke aktien, som ellers er præget af en stigende men stadigvæk lav likviditet. Konkurrenters udvikling af nye produkter er en vedvarende udfordring.

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 (Q1-3 2011): Europa 47, Nordamerika 42, Resten af verden 11 %.

Produktsegment (Q1-3 2011): Life Sciences 93, Diagnostics 7 %.

Salgets art (Q1-3 2011): Produkter 87, Licenser 5, Kontraktforskning 8 %.

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. 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 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.

Produktsortimentet er i år 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 er der lanceret mere målrettede tilbud for 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 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 også en anden og lavere pris. I Q3 nåede bruttoavancen på produktsalg op på 47,8 %. Jo højere andel Exiqon selv omsætter direkte, jo højere bliver bruttoavancen. Indtægter opnås også fra licensaftaler, hvor de intellektuelle rettigheder åbnes til brug 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 i reglen 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 er dog ved at blive omlagt til samarbejdspartnere. 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 2010 givet en kraftig stigning i omsætningen, som forventes at fortsætte.

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 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. 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.

Svag udvikling i verdensøkonomien siden 2008 har forsinket den planlagte forbedring af Exiqons økonomi med skift fra Cash Burn til overskudsgivende drift. Opgjort som EBITDA bruttoindtægt påregnes der for 2011 et tal på nulpunktet. Men hertil kommer belastningen på 14 mio. kr. fra retsopgøret med Santaris, som nu er overstået. For 2012 har ledelsen endnu ikke udsendt nogen guidance, men selskabet må fra nu af kunne præstere sorte tal - selv om 2012 formentlig ikke vil give nogen boom. Salgsudviklingen er det afgørende punkt. Tiden med Cash Burn synes nu omsider at være overstået. Likviditetsforbruget har været klaret via reserveerne og to kapitaludvidelser samt senest en udvidelse af kreditrammen, der er beskeden, fra 5 til 10 mio. kr.

Afklaringen af de omfattende spørgsmål med uenighed mellem Exiqon og Santaris Pharma er nu bragt på plads. Voldgiftskendelsen har åbnet adgang for Exiqon til at forfølge medicinsk udvikling, hvis man ønsker dette, og der blev straks lanceret en væsentlig udvidelse af produktsortimentet rettet mod medicinalindustriens udviklingsindsats. Exiqon har herigennem fået udvidet sit virkefelt væsentligt uden at anfægte grundlaget for den eksisterende forretning. Ledelsen kan nu koncentrere sig om at se frem ad efter disse risici er fjernet.

Exiqon har akkumuleret et meget stort skattemæssigt underskud. I Q3 er der blevet aktiveret 3 mio. kr. vedrørende det amerikanske datterselskab, dvs. indtjeningen her anses nu her for at være så positiv, at værdien kan indregnes (et positivt signal). Den ikke-bogførte værdi af skattemæssige underskud oplyses til at udgøre 108 mio. kr. Beløbet kan bogføres som aktiv forudsat indtjeningens udvikling giver grundlag herfor. Set i forhold til selskabets egenkapital på 79 mio. kr. er der således tale om et meget stort beløb.

Fremtidsudsigter

Kurverne mellem indtægter og udgifter er nået frem til balancepunktet. Positiv indtjening burde være muligt at opnå i 2012. Væksten i salget af egne produkter stiger med 33 % om året (for Q3/11 var tallet +36 %). Produktsortimentet er udvidet og tilpasset bedre til behovet, indsatsen i salgsorganisation udvides og der er indgået aftaler med distributører for at dække flere lande. Indsatsen i projekterne inden for Diagnostics udvikler sig positivt mht. resultater og styringen af udgifterne hertil tilpasses til indtægterne.

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. Efter Santaris-afgørelsen er der åbnet for salg direkte til medicinsk udvikling, og produkter inden for RNA blev straks sendt på markedet.

Sortimentet af forskellige miRNA tests udvides hele tiden, 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 sine IT-modeller og 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 marked at blive 4-5 doblet 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 og en 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 til Exiqon. 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 tidshorison, 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 indikationer 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 de personer, der er opereret for tyktarmskræft, som 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 meget opløftende, og metoden udforskes derfor videre med en udvidet kreds af personer involveret. På ASCO-konferencen i USA den 6. juni viste resultaterne af et andet diagnostisk testarbejde, at microRNA som biomarkør har vist sig velegnet indenfor modermærkekræft. Dette åbner op for videreførelse til andre livstruende sygdomme. Potentialet kan blive stort.

Anvendelse af en blodprøve i folkeundersøgelser af tarmkræft og senere muligvis også andre kræftformer vil indsnævre behovet for brug af de nuværende metoder til kun at omfatte 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 baseret på en aldersgrænse. Udnyttelsen af sundhedsvæsnets ressourcer kan blive forbedret markant, såfremt miRNA-metoden med blodprøver viser sig velegnet til at opdage tarmkræft på et tidligt tidspunkt.

Skræddersyet medicin har samme struktur. Ideen er at foretage det bedst mulige valg blandt flere alternativer, fx ved kemobehandling. 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" (ledsagende produkt) 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 i tilstrækkeligt omfang er derfor afgørende. Indtægter fra udstedelse af licenser må derimod ses som en proces styret udefra. Her hjælper tidsfaktoren med hurtigt voksende erkendelse af betydningen af miRNA i R&D-organisationer. Disse interessante, ekstra penge er således svære at frembringe via promovering 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. Exiqon har som selskab klaret sig igennem den første fase på et helt nyt, famlende marked. Nu står man sandsynligvis over for et gennembrud.

Aktien som investering

Exiqon er inde i en rivende udvikling omkring nye produkter og udvidet afsætning. 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 langsigtet Upside i form af royalty-aftaler. Den store effekt kommer dog først i tilfælde af lancering af et færdigt 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 af potentialet i praksis er udfordringen, og risikoen i dette forløb er høj for en lille nichevirksomhed. Branchen rummer dynamiske selskaber, der satser massivt på at være teknologisk ledende. Selve produktforretningen (Life Sciences) er ved at være overskudsgivende. Samtidig har forskningsprojekterne i Diagnostics fremlagt de første, positive analyseresultater mht. evne til identifikation af tarmkræft ved hjælp af miRNA i blodprøver. Tidsrammen for hele forløbet for at opnå et beslutningsgrundlag omkring anvendelse i folkeundersøgelser er 2014.

Dette store perspektiv er et eksempel på værdipotentialt i Exiqon og dermed også muligheden for et Take Over bud. Udnyttelse beror dog på en omfattende forskningsindsats, og en eventuel køber må derfor nødvendigvis være venligsinde og forhandle sig frem til en aftale, der kan sikre bevarelse af den kompetente medarbejderstab.

Udviklingen i 2011 bekræfter den positive linje med høj vækst i afsætningen og opnåelse af nulpunktsomsætning med udsigt til positiv indtjening næste år. Samtidig giver de nye produkter anledning til stor optimisme. Omkostningerne holdes under stram kontrol. Afklaringen af grænsefladen til Santaris har givet nye muligheder, og efter spørgsmålet er overstået, kan ledelsen anvende alle sine kræfter konstruktivt.

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 tidshorizont på 3-5 år. Det er en køb-og-gem situation.

Afslutningsvis skal det nævnes, at flere rent børsmæssige forhold udvikler sig i en retning som må anses for positiv. Omsætningen af aktien er på vej op. En market-maker aftale er indgået med Nordea. Jyske Bank har indledt dækning med analyser af selskabet. De to bestyrelsesmedlemmer Per Wold-Olsen og Thorleif Krarup har købt aktier i Exiqon for næsten 3 mio. kr. i år, og senest har selskabets to direktører erhvervet flere aktier ved udnyttelse af optioner.

Regnskabstal Exiqon

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
Omsætning	43	49	85	82	94	110	160
R&D udgift ordinær	28	29	42	43	30	27	25
EBIT	-26	-75	-81	-77	-40	-32	15
Resultat før skat	-25	-68	-70	-147	-42	-33	14
Nettoresultat	-25	-68	-116	-339	-44	-30	13
Balance	67	392	516	175	129	135	160
Likvider	20	332	174	46	18	20	30
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	65	65	63
Egenkapital	34	343	462	122	85	75	88
Antal ansatte	62	80	115	109	76	73	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	-0,9	0,4
Udbytte i DKK	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi i DKK	11,9	14,0	14,9	4,0	2,5	2,1	2,5

NB: I 2011-estimatet indgår en udgift på 14 mio. kr. angående voldgifts- og retssagen med Santaris.

**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.