

Konklusion

Selskabet er nået frem til det afgørende skift fra opbygningsfase med underskud til overskudsgivende drift. Væksten i produktsalget er høj, og produktsortimentet styrkes. Dynamikken i produktudvikling placerer selskabet i front inden for udstyr til analyse af miRNA. Diagnostics gennemfører fuldt sponsorerede udviklingsprojekter med tarmkræft som første område. Nyheder om foreløbige data for identifikation af risikogrupper ved hjælp af biomarkører vil blive fremlagt 4. april ved en konference i USA. I år vil yderligere data blive udarbejdet omfattende et større antal blodprøver. Udfaldet vil kunne klarlægge muligheden for at anvende miRNA, herunder ideen om at benytte biomarkører til vurdering af valg af medicinprodukt. Et positivt udfald vil åbne for en struktur med skræddersyet medicin, Companion Products. Exiqon besidder rettigheder og arbejder på et teknologisk grundlag, der kan blive centralt for sygdomsbehandlingen om få år. Selskabets goodwill værdi og chance for et Take Over bud er derfor voksende. Anbefalingen er langsigtet køb hhv. kortsigtet hold.

Anbefaling:



Aktuel Kurs: 13,4

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 447 mio. DKK

Antal aktier: 33,335 mio. styk

Næste regnskab: 19-05 (Q1-regnskab)



Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10,0 – 15,0

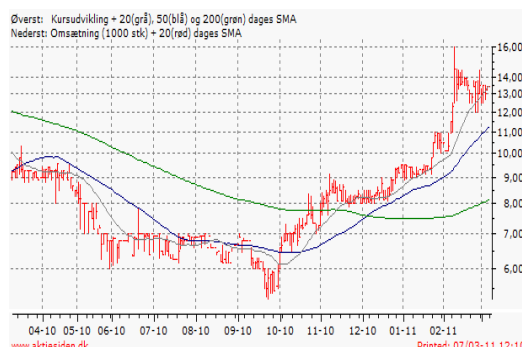
Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 - 20

Tidligere anbefaling Kort/Lang (8,1): Køb/Køb 23-11-10

Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Q4 fulgte den skitserede guidance, og ledelsen fastholder målet for 2011: en omsætning i intervallet 105-115 mio. kr. og et EBITDA-bidrag på nul (uden eventuelle licensindtægter). Basis er en USD kurs på 5,25. Cash Burn vil således standse. Vi forventer væsentlige indtægter fra indgåelse af nye licensaftaler, hvorved et positiv resultat kan fremkomme. Selskabet har rejst en voldgiftsag mod Santaris Pharma, der forventes afgjort i 2011.

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	16,0
Lav	5,25

Muligheder Risici

Selskabet har et stærkt, patentbeskyttet teknisk grundlag omkring LNA og miRNA. Her ud fra kan nye produkter udvikles. Markedet er i sin 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 til 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.

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. Kræft er første emne for diagnostisk anvendelse. Her er man afhængig af økonomiske rammer og normer ved fastlæggelse af procedurer i behandlingen. Økonomisk har selskabet en begrænset likviditetsreserve. Cash Burn forventes nu at være ophørt. Hvis der indtræffer et uventet tilbageslag kan en nyttegning af aktier blive nødvendig og dermed påvirke børskursen negativt. 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 er 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, via forhandlere og i USA igennem et datterselskab.

Geografisk fordeling af omsætningen: Europa 55, Nordamerika 37, resten af verden 8 %.

Produktsegment: 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 %, Teknoinvest (Oslo) over 10 %, ATP over 10 %, Nobelgruppen 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 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 vigtige patentrettigheder. Videnskabelige formål og produktudvikling udgør efterspørgslen. 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.

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 licenser, 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 i reglen en væsentlig betaling ved start og efterfølgende en licensafgift i forhold til salget af de pågældende produkter. 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. Exiqon har desuden en co-marketing aftale med Roche Diagnostics og licensaftaler med Life Technologies. Produktionen varetages i hovedsagen af en underleverandør, hvilket indebærer afhængighed af denne. Imidlertid er de tekniske krav høje til leverancerne, og samtidig er størrelsen begrænset indtil videre. Derfor må opgaven holdes samlet. Salget af de avancerede produkter varetages direkte af hovedkontoret og via 15 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 nu optræde som "one stop supplier" med dækning af alle dele af arbejdsprocessen. Det har i 2010 givet en ekstra kraftig stigning i omsætningen.

Med virkning fra 01-03-2008 overtog selskabet det amerikanske firma Oncotech, Inc., Californien. Selskabet udførte arbejde som laboratorium for læger med kræft som speciale. Hensigten var at kombinere dette med Exiqons ønske om at udvikle diagnostiske produkter, hvilket kunne drage fordel af Oncotechs samling af ca. 150.000 vævstyper plus generel viden herom. Desuden kunne Oncotech være en kanal for introduktion af nyheder, dvs. "launch customer" for Exiqon. Imidlertid blev det efter knapt to år nødvendigt at opgive dette set-up pga. specifikke forhold for sundhedsbetaling i Californien. Datterselskabet måtte nedskrives til nul og er under likvidation, hvorfor yderligere tab ikke burde være mulige. Disse problemer kombineret med generel neddæmpning af aktiviteten pga. økonomisk krise har ført til en forsinkelse i den planlagte forbedring af Exiqons økonomi. Life Sciences var fastsat til at generere positiv cash flow i 2010. Diagnostics baserer sig på forskningskontrakter med danske myndigheder inden for kræft og var underskudsgivende i 2010. Opstart medvirkede hertil. Fremover vil aktiviteten blive styret stramt, således at indtægterne som minimum vil dække udgifterne.

Året 2010 fik 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, hvilket svarer til den likvide formue ultimo på 18 mio. kr. Selskabet har desuden en kreditfacilitet til rådighed på 5 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 forholdsvis hurtig afklaring af spørgsmålet påregnes.

Fremtidsudsigter

Kurverne mellem indtægter og udgifter er nået balancepunktet samtidig med, at væksten er kraftig og nye tiltag lanceres i højt tempo. Evnen til at klare sig i konkurrencen er forbedret med fordel af et fuldt dækkende sortiment indenfor miRNA. I 2010 var salgsvæksten for egne produkter hele 52 %, og et højt tempo forventes at fortsætte. For de seneste fire år er den gennemsnitlige vækst 42 %, hvilket dog er sket fra et lavt udgangspunkt. Markedet udvides voldsomt, og det formodes at indebære en 4-5-dobling i løbet af de kommende 5 år. Set 10 år frem antages størrelsen at blive 25-30 gange det nuværende omfang. Anvendelsen vil for alvor skifte dimension, såfremt det lykkes at indføre brug af miRNA i forbindelse med undersøgelser af en række kræftformer og som led i målrettet valg af medicin.

Selskabets teknologiske platform omfatter 159 patenter (heraf 101 udstedte) og et kvalitetsmæssigt førende sortiment. Markedsandelen varierer for de enkelte dele af analyse af miRNA, men niveauet er ca. 23 % i denne niche. Forholdet til de tilgrænsende former for undersøgelsesmetoder af genetiske anlæg er vigtig. Her fremstår miRNA som et nyt segment. Exiqon er således påvirket af en indirekte form for konkurrence. Selskabet vil desuden engagere sig i mRNA (messengerRNA) og DNA. Inden for miRNA har man produkter til undersøgelse af mennesker, samt mus og rotter, idet disse dyrearter benyttes i medicinsk forskning.

Udvikling af nye produkter opretholdes i et højt tempo trods nedskæringerne. Man har opnået "kritisk masse" rent teknologisk med evne til med høj succesrate at udvikle nye produkter ved hjælp af egne IT-modeller og databaser. Selskabet er hele tiden i front med dækning af nye identificerede miRNA. Selve produkterne vil i år blive udvidet med 96 styk-testbakker som supplement til de nuværende 384-typer. Desuden vil der blive mulighed for specifikt udformede test-løsninger ud fra krav hos individuelle kunder.

Den store udvidelsesmulighed ligger i næste trin i form af anvendelse medicinsk. Fra ren videnskabelig forskning er der allerede sket et skift til bredere anvendelse i især medicinsk udviklingsarbejde. Hensigten er ud fra de enkelte personers genetiske grundlag at kunne identificere miRNA som indikatorer på sygdomseksposering. Der er tale om en pionerindsats, hvor Exiqon selv er aktiv med tre projekter i samarbejde med og finansieret af offentlige organisationer i Danmark. De tre projekter drejer sig om muligheden for via blodprøver at afgrænse risikogruppen for tyktarmskræft, 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 projekt 1 vil blive præsenteret 4. april i år på en konference hos American Association for Cancer Research i Orlando, USA. For de to førstnævnte projekters vedkommende forventer man allerede i løbet af dette år at opnå klarhed omkring anvendelsesmuligheden af miRNA som biomarkører. Et positivt udfald vil være et gennembrud med bred betydning, og dermed starten på undersøgelse af andre sygdomme.

Kravene til dokumentation er høje, selv om der er tale om diagnostik uden risiko for skade på personen. Det er en metode til indsnævring af de risikogrupper som bør få udført en egentlig undersøgelse for tarmkræft med de almindelige metoder. Man kan således undgå gennemførelse af massevis af undersøgelser, der både er ubehagelige for personen og dyre for samfundet. Det gælder i særdeleshed ved eventuel indførelse af folkeundersøgelser alene ud fra en aldersgrænse. Bedre udnyttelse af sundhedsvæsnets ressourcer er således perspektivet. Ideen er at benytte blodprøver til at forbedre kontrollen og dermed fange tarmkræft på et tidligt tidspunkt.

Skræddersyet medicin har samme struktur ved at muliggøre det bedst mulige valg blandt alternativer. Her håber Exiqon på at få fordel af sit bidrag ved salg af licenser til forskning i medicinalfirmaerne. Succes vil betyde skift til trin 2 med en ny licens dækkende anvendelse af markør-produkterne i praksis og dermed stort volumen. Et særligt aspekt er her, at et lægemiddel ved tilføjelse af en ny markant egenskab i form af et veldefineret ordinationsgrundlag via biomarkører vil have 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.

Økonomisk er salget i centrum. Samtidig er omkostningerne under god kontrol. Først i takt med opnåelse af plads hertil fra indtægter vil der blive udvidet. Produktsalget (Life Science) er derfor kernepunktet. Den anden sektor, Diagnostics, varetager de langsigtede udviklingsprojekter på noget der ligner non-profit basis. Her vil værdien komme, såfremt der opnås signifikante videnskabelige resultater. Diagnostic er således en Joker, som kan løfte hele virksomheden op i en helt anden udviklingstakt. Styringen er tilfredsstillende stram, hvilket er påkrævet henset til den begrænsede likvide reserve og dermed en følsom situation. Salg af nye licenser og licensindtægter fra faktisk produktsalg under de allerede afgivne licenser har derfor ekstra værdi ved at forbedre det finansielle beredskab direkte.

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. Et skift er gennemført i styringen fra fokus på den tekniske udvikling til en mere markedsorienteret indsats med kunderne og deres behov i centrum. Selskabet er dermed blevet en mere moden virksomhed med retning mod en velafbalanceret struktur uden belastning fra den store udviklingsindsats.

Dynamikken er høj og en række nyheder er i sigte både i form af produkter og resultater af projekterne i Diagnostics omkring anvendeligheden af biomarkører til indikation af øget risiko for tarmkræft. Andre vigtige forhold drejer sig om forløbet hos selskaber med licens fra Exiqon og deres evne til at opnå succes med egen medicinsk udvikling. Positive resultater vil øge interessen for Exiqon.

Et tidspunkt med afgørende udvikling er således indtrådt i år og dermed udsigt til fremkomst af informationer herom. Ventetid gør sig dog gældende indtil videre. Præsentationen ved konferencen i april er første kendte termin for nye data. Positive udfald vil have langsigtet værdi af stor dimension, men for regnskabsåret 2011 ligger det konkrete potentiale i muligheden for nye licensaftaler. Tilfredsstillende resultater vil hurtigt medvirke til både åbning af nye kunderelationer (aftaler) og øge interessen i at overtage hele selskabet.

Usikkerheden omkring produkternes markedspotentiale og selskabets forholdsvis svage økonomiske stilling indebærer, at man udefra betragter virksomheden og aktien med en forsigtig attitude. En proces med opgradering af værdien synes at være forestående i takt med fremkomst af positive videnskabelige resultater og en klar økonomisk styrkelse via dokumentation af et positivt cash flow. Vi forventer således overskud i 2011 på grundlag af licensindtægter. Det bliver dog først i 2012, at der er mulighed for et flot overskud (vores skøn for egenkapitalens forrentning: 22 %).

Aktiens potentiale har ikke udfoldet sig endnu som følge af denne usikkerhed. Imidlertid er interessen for Exiqon kraftigt stigende, og her indgår medvind fra en høj værdifastsættelse af lignende virksomheders aktier.

Anbefalingen er langsigtet køb. Set 3-5 år frem anser vi selskabet som et af de mest spændende på det danske aktiemarked. På kort sigt kan der dog være mulighed for en opbremsning efter en markant kursstigning i det seneste halve år.

Regnskabstal Exiqon

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
Omsætning	43	49	85	82	94	125	170
R&D udgift ordinær	28	29	42	43	30	25	30
EBIT	-26	-75	-81	-77	-40	10	25
Resultat før skat	-25	-68	-70	-147	-42	9	24
Nettoresultat	-25	-68	-116	-339	-44	9	24
Balance	67	392	516	175	129	140	170
Likvider	20	332	174	46	18	30	55
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	65	62	60
Egenkapital	34	343	462	122	85	94	118
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	0,3	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

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.

