

Konklusion

Selskabet er nået frem til et afgørende skift fra opbygningsfase med underskud til overskudsgivende drift. I 2011 forventes et nulresultat opgjort før afskrivninger (EBITDA) og dermed stop for Cash Burn. I tallet er ikke indregnet eventuelle licensindtægter. Efter etablering af et komplet sortiment for Life Sciences produkter i 2009 har salget i de første 3 kvartaler i år af egne produkter vist en stigning på 53 %. Ud over den kraftige udvikling for Life Sciences produkterne har Exiqon en spændende udviklingsmulighed indenfor diagnostik. Trods en beskeden størrelse betragtes det derfor som en selvstændig sektor, Diagnostics. Her er virksomheden ved at afslutte produktudviklings-fasen for det første miRNA produkt og dermed tidspunktet for indgåelse af en aftale med en ekstern partner omkring den afsluttende proces med dokumentation og godkendelse. Målrettet valg af medicin ud fra hver enkelt patients profil udtrykt ved miRNA er det langsigtede hovedtema. Exiqons opgave er at tilbyde analyseteknologi hertil. Selskabet rummer et meget stort udviklingspotentiale og besidder afgørende teknologi og patenter inden for genbaseret analyse (LNA og miRNA mv.). Markedet tegner til at blive flerdoblet i løbet af de næste 5 år. Goodwill værdien er derfor meget stor. Imidlertid er selskabet af beskeden størrelse. Den likvide reserve er ved at være brugt op, hvorfor risikoprofilen også er høj, dvs. et højt afkast/risiko forhold. Vi anser aktien for undervurderet og anbefalingen er langsigtet køb. Upside perspektivet giver selskabet Take Over mulighed.

Anbefaling:



Aktuel Kurs: 8,1

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 270 mio. DKK

Antal aktier: 33,335 mio. styk

Næste regnskab: Q4-regnskab



Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 7,0 – 9,0

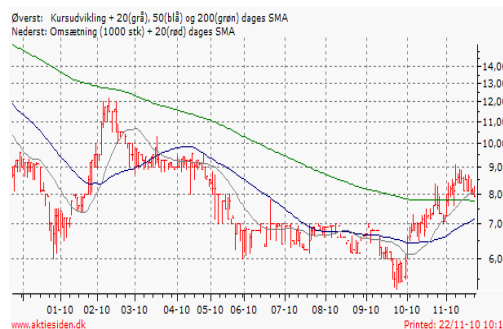
Kursudvikling 12-18 mdr.: 8 - 12

Tidligere anbefaling Kort/Lang (6,7): Køb/Køb 09-09-10

Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder efter Q3 forventningerne til året med en omsætning på 80-90 mio. kr., idet udfaldet dog nu forventes i den høje ende af intervallet. Der forventes et underskud på ca. 40 mio. kr., hvoraf ikke-kontante poster vil udgøre ca. 15 mio. kr. Selskabets driftsudgifter er reduceret kraftigt efter omlægningerne sidste år. For 2011 forventes en omsætning på 105-115 mio. kr. og et EBITDA-bidrag på nul (hertil kan komme eventuelle licensindtægter)

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	12,2
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 kun 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 vækst.

Økonomisk er konkurrenterne store. Evnen til hurtig produktudvikling er en flaskehals. Kvalificerede medarbejdere er afgørende for forløbet. Da kræft er første emne inden for diagnostisk anvendelse, er man afhængig af de økonomiske rammer og fastlæggelsen af procedurer i behandlingen. Økonomisk har selskabet begrænset likviditetsreserve. Cash Burn forventes at ophøre i år før evt. licensindtægter. Hvis det ikke lykkes, kan en nytegning af aktier blive nødvendig og kunne påvirke børskursen negativt.

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. 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 delvis outsourcet. Salget varetages fra hovedkontoret, via forhandlere og i USA igennem et datterselskab.

Geografisk fordeling af omsætningen: Europa 53, Nordamerika 39, 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: 79.

Ejerforhold: Danske Bank koncernen over 20 %, Teknoinvest (Oslo) over 10 %, ATP 10,9 %, Nobel-gruppen over 5 %. Selskabet har senest oplyst antallet af aktionærer til 1.149, og 75,1 % af aktierne er noteret på navn.

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. 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, og derfor må opgaven holdes samlet. Salget af de avancerede produkter varetages direkte af hovedkontoret i Vedbæk og delvis via forhandlere. Det amerikanske marked betjenes af et datterselskab. I 2009 blev produktsortimentet fuldt dækkende og vigtige aftaler om køb/salg af rettigheder blev indgået. Exiqon kan nu optræde som "one stop supplier" med dækning af alle dele af arbejdsprocessen. Den kraftige stigning i afsætningen i år beror herpå.

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, og mulighed for at Oncotech omvendt kunne introducere nye services som "launch customer" for Exiqon. Imidlertid har det allerede efter knapt to år været nødvendigt at opgive dette set-up, og selskabet er nu afskrevet i værdi i regnskabet hos Exiqon. Selskabet er under likvidation og yderligere tab burde derfor ikke være mulige derfra. Problemerne hermed 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 positivt cash flow i 2010. Diagnostics, der baserer sig på udviklingskontrakter med danske myndigheder, er underskudsgivende i år. Fremover vil dette dog blive styret stramt, således at indtægterne som minimum vil dække udgifterne. Samlet tegner 2010 til et underskud på knapt 40 mio.kr., hvoraf ca. 25 mio. kr. repræsenterer forbrug af likvid beholdning. Likviditetsreserven pr. 30-09-10 er på 25 mio. kr. mod 45 mio.kr. ved årets start. En aktietegning har tilført 19 mio. kr. Nye licensaftaler kan påvirke tallet væsentligt i positiv retning. For 2011 forventer ledelsen nu, at Exiqon vil præstere et nulresultat opgjort som EBITDA-bidrag. Et gennembrud med salg af rettigheder til R&D-aktivitet inden for medicin vil for alvor kunne bidrage og dermed markere en væsentlig udvidelse af afsætningsgrundlaget - et vigtigt skridt fremad for brug af miRNA.

Fremtidsudsigter

Reduktion af udgifterne er sammen med stigende salgsindtægter ved at være nået i mål her i andet halvår. Cash Burn forventes at høre op i indeværende kvartal (med forbehold for eventuelt voldsomme udsving i afsætningen). Efterspørgslen vokser kraftigt og giver et bredere grundlag i takt med stigende kendskab og dokumentation for anvendelse af miRNA teknologi som redskab. Tidsmæssigt gik starten i 2003, så det er "early days" i dette segment. Et stigende antal virksomheder viser interesse og dermed udvides salget med tilgang af nye og tunge brugere ud over de snævre videnskabelige formål. I 2010 skønnes størrelsen af hele markedet at være ca. 60 mio. USD med et perspektiv om en 4-5-dobling over de næste 5 år og set 10 år frem formodes omsætning inden for miRNA at være blevet 25-30 gange så stort (jf. estimer udført af Frost & Sullivan/Exiqon). Exiqons markedsandel er ca. 25 %.

LifeSciences sektoren har for alvor fået skub i afsætningen efter i 2009 via gensidige licensaftaler at have opnået et fuldt dækkende produktprogram inden for miRNA analyse. Større salg skal både sikre løbende udvidelse af selskabets teknologiske kompetencer og produktsortimentet. Hensigten er at udvide med produkter til analyse af DNA og mRNA (messenger RNA). Økonomisk er de løbende indtægter afgørende, og der sættes ud over produktsalg på at udvikle langsigtet afsætningsgrundlag hos medicinalfirmaer. Ambitionen er at anvende miRNA som biomarkører og herigennem opnå mulighed for med større sikkerhed at kunne identificere personer med bedst respons på specifikke former for medicinsk behandling, såkaldt skræddersyet medicin. En opdeling på grupper er nemlig relevant frem for at benytte samme behandling til alle. Exiqons indtægter fra licenser til sådant brug kan i løbet af nogle få år opnå et gennembrud.

Diagnostics sektoren står over for præsentation af interessante data fra de foreløbige undersøgelser i to programmer. Allerede i december forventes informationer fra projektet omkring identifikation af kræft via blodprøver. Hvis denne metode viser sig mulig og tilstrækkelig troværdig, er der udsigt til enorme muligheder for at screene befolkningen i bredere omfang for herigennem at opfange tidlige signaler om udvikling af visse former for kræft. Tyktarmskræft er emnet i første omgang for disse bestræbelser. For Danmarks vedkommende vil den netop indgåede aftale om en bred, opsøgende indsats mod kræft kunne give en sådan metode et afgørende skub frem til praktisk anvendelse. De eksisterende undersøgelsesmetoder er ubehagelige, tidskrævende, risikobehæftede og dyre at udføre.

Undersøgelserne for at identificere personer med behov for supplerende kemobehandling efter operation af tyktarmskræft er et andet projekt, hvor data påregnes offentliggjort i løbet af 6 måneder. Her drejer det sig om at finde de relevante personer med høj risiko for tilbagefald efter operationen og dermed behov for kemobehandling som supplement. Generelt gælder det for Exiqon's fokusering, at den er rettet mod livstruende sygdomme med behov for hurtig og præcis indsats, samtidig med at man med disse nye metoder vil prøve at undgå belastning af personen. Sundhedsvæsnen vil spare udgifter ved ikke-virkende behandling. Kræft af ukendt oprindelse er genstand for undersøgelser, og der er opnået offentlig støtte til dækning af udgifterne hertil i lighed med det førstnævnte udviklingsprojekt.

Exiqons egne ressourcer vil blive anvendt til mere almindelig produktudvikling i den løbende drift. Langsigtede R&D-projekter med behov for et stort antal personer som grundlag for dokumentation af virkning kræver økonomisk støtte udefra. Potentialet i den oparbejdede viden, produkter og organisationens præstationsevne er stort. Samarbejdsaftaler med kunder af forskellig art inden for medicinbranchen og sundhedsinstitutioner er afgørende for at kunne omsætte mulighederne i praksis. Henset til alvoren i de sygdomme som adresseres er mulighederne for at opbygge værdifulde produktløsninger særdeles interessant. Indtjeningsmæssigt indebærer den høje bruttoavance (forventet ca. 65 %), at væksten nu vil kunne trække niveauet op over nulpunktet i de kommende år. For 2011 forventes som nævnt kun balance i EBITDA-bidraget. Netto vil det betyde et lille underskud. Der er indbygget en positiv bærebølge i selskabets aktivitet i takt med indsatsen og dermed chance for overgang fra forskning til medicinsk udvikling og efterfølgende salg med anvendelse af biomarkører i kombination med medicinalprodukter. For hvert skridt frem øges værdien set med Exiqons øjne som underleverandør.

Risikomæssigt drejer eksponeringen sig om flere forhold. Teknisk er det afgørende om miRNA for alvor kan placere sig som biomarkør og ikke bliver overhalet af andre metoder. Exiqon skal desuden kunne forsvare sine rettigheder juridisk og udbygge produkternes stilling, herunder sikre databaser og IT-håndteringen heraf. Økonomisk er selskabets råderum begrænset, og derfor er det afgørende at undgå negative afvigelser. På sigt skal der oparbejdes en større stødpude af likviditet. Kapitalfremskaffelse ved en større placering af nye aktier ønsker ledelsen ikke, da det vil udvande de eksisterende aktiers værdi. Evnen til at udnytte de kommercielle muligheder i teknologibasen bliver vigtig i de kommende år, og styrken i forhandlingspositionen over for medicinalvirksomheder bliver central både mht. omfang og tidspunkt for udnyttelse af selskabets kompetence og omkring de økonomiske aftalevilkår herfor.

Aktien som investering

Selskabet må opfattes som placeret inden for diagnostisk udstyr og forbrugsmaterialer, hvilket nu også afspejles i børslisten. Set i forhold til medicin er kravene lavere mht. dokumentation for positiv virkning, og skadelig effekt er jo ikke tilfældet. Exiqons udfordring består fremdeles i produktets meget unge karakter og dermed en startposition nederst i den normalt S-formede indtrængningskurve. Efterspørgslen og markedet for miRNA skal løbes i gang. Her er der for alvor tegn på at væksten tager fart, hvilket kan sikre den nødvendige omsætning opgjort i absolutte tal. Selskabet lider til dels pga. sin størrelse i salgsindtægter. Tiden vil afhjælpe dette. Cash Burn er ved at høre op, og for 2011 forventes et nul-resultatbidrag opgjort brutto som EBITDA (overskud før afskrivninger). Da der ikke foreløbig i år har været væsentlige indtægter fra nye licensaftaler er der en Upside mulighed herfra, hvilket også omfatter mulige indtægter fra aftaler der endnu ikke har haft salg af færdige produkter, men det må jo forventes i de kommende år.

Life Sciences viser styrke omkring vækst i salget, og evnen til at kunne levere er sikret via outsourcing af produktionen. Diagnostics' er mere langsigtet i sin natur. Her forventes afgørende nyt om R&D-projekternes evne til at fungere som indikator for kræft ud fra blodprøver. Potentialet er enormt, hvis de forventede resultater kan opnås. Likviditetsreserven vil blive reduceret til ca. 20 mio. kr. ultimo året, hvilket svarer til to måneders omkostninger. Minimum må ansættes til en måned som reserve i en virksomhed. Eventuelle uventede negative afvigelser kan derfor medføre behov for fremskaffelse af kapital enten ved udstedelse af aktier eller ved optagelse af lån. Det er vigtigt, at selskabet opnår et yderligere løft i størrelse for at være sikret rentabel drift med god sikkerhedsafstand ned ad. Vi formoder, at indtjeningen i 2012 vil kunne nå en overskudsgrad på 8 %. Herefter burde et løft opad for alvor kunne indtræde, idet den akkumulerede virkning af forøget brug af produkterne og licensindtægter vil begynde at give bonus.

Selskabets risikoprofil er høj på mange punkter: produkterne har endnu ikke fundet ind i varige rammer, vækstmuligheder og tempoet heri er ukendt, konkurrenceforholdene kan ændre sig markant, indtjeningsevnen er endnu ikke nået over nulpunktet og likviditetsreserven er af begrænset størrelse. Her overfor står selskabets udviklingspotentiale, der må bedømmes som særdeles stort. Egne ressourcer rækker slet ikke hertil, og derfor er Exiqon en virksomhed der kan tiltrække sig købsinteresse fra store koncerners side. Store koncerner har selv styrke til at satse på flere af disse muligheder og kan derfor få et markant højere afkast. Et eventuelt Take Over bud må forventes fremlagt efter en "venlig" model for at sikre bevarelse af personalet og den ekspertise man her råder over. Vi ser således Exiqon som en af de mest spændende danske aktier i de næste 3-5 år, hvor værdien af miRNA, LNA og andre af selskabets teknologikompetencer for alvor vil begynde at blive omsat til praktisk brug til gavn for mennesker og selskabet selv. Aktiens Upside potentiale er spændende og må bedømmes som lovende.

Regnskabstal Exiqon

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Omsætning	43	49	85	82	90	115	150
R&D udgift ordinær	28	29	42	43	28	20	25
EBIT	-26	-75	-81	-77	-39	0	12
Resultat før skat	-25	-68	-70	-147	-42	0	12
Nettoresultat	-25	-68	-116	-339	-42	0	12
Balance	67	392	516	175	130	140	160
Likvider	20	332	174	46	20	20	40
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	62	60	60
Egenkapital	34	343	462	122	85	85	97
Antal ansatte	62	80	115	109	77	72	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	0,0	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	2,5	2,9

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.

