

## **Analyse af Exiqon A/S – 07-05-2009**

**Aktiens kurs på analysetidspunktet: 16**

**Aktien er noteret i SmallCap indekset**

**Anbefaling: Køb på et til to års sigt. Høj risiko.**

### **Opsummering:**

#### Kort udviklingsforløb:

Selskabet, der er startet i 1995, har siden 2004 været fokuseret mod analyser og tests relateret til menneskers genetiske karakteristika. Kernen er den helt nye LNA teknologi (Locked Nucleic Acid), som kan anvendes til identifikation af genetiske karakteristika. Exiqon søger at udnytte dette til at forbedre valg af medicin ved kræftbehandling. Med virkning fra 01-03-2008 købtes det amerikanske selskab Oncotech, der udfører sådanne laboratorieopgaver for sygehuse.

#### Produktudbud:

Selskabet sælger sine analyseprodukter (kits) til især forskere. Tilbud til behandlende klinikker og laboratorier er påbegyndt med det første, banebrydende miRNA produkt. Datterselskabet i USA arbejder som laboratorium og underleverandør til sygehuse o. lign.

#### Rettigheder:

Selskabet har de intellektuelle rettigheder til de afgørende teknologier inden for LNA og miRNA (såkaldte biologiske markører). Selskabet har indgivet ca. 175 patentansøgninger (91 er udstedt). Første udløb heraf er i 2017. Desuden råder virksomheden over en database omfattende mere end 150.000 vævsprøver inden for cancer.

#### Perspektiv for fremtiden:

De mulige former for anvendelse af miRNA er i sin helt indledende fase og udvidelse af sortimentet vil systematisk blive gennemført for at omfatte stadig flere former for kræft. Metodens anvendelighed som led i anvendelse af specifik rettet medicin (særlige persongrupper identificeret ud fra genetiske forhold) udgør et enormt potentiale, hvor en analyse vil blive foretaget inden behandling overhovedet igangsættes.

#### Perspektiv som aktieinvestering:

Produkterne har kort udviklingstid i modsætning til rigtige lægemidler. Udbredelsen i salg forventes ligeledes at foregå i hurtigt tempo. Ledelsen forventer, at det negative cash flow (cash burn) vil være ophørt ved udgangen af 2009. Året 2010 planlægges med et resultat på nulpunktet (Break Even). Ambitionen er, at Exiqon vil være overskudsgivende fra 2011.

#### Risikoforhold:

Evnen til at fastholde forspringet i den rivende udvikling er den største udfordring, herunder mulighed for fremkomst af nye metoder i genetik såvel som eventuelt afgørende nyskabelser i selve kræftbehandlingen. Virksomhedens følsomhed økonomisk set er stor angående færdiggørelse af produktudvikling, styring af ressourcerne og evnen til salg af helt nye produkter. Samlet set en høj risiko. Aktien er desuden et værdipapir med moderat omsætning (mulighed for store kursudsving)

### Børsforhold:

Aktien har været noteret siden maj 2007. Købet af Oncotech blev betalt med aktier. Selskabet har pt. 30,3 mio. styk aktier udestående.

### Ejerstruktur:

Danske Bank-koncernen 14,4 %, Teknoinvest 12,3 %, Nobelgruppen 8,9 %, Professionel Forening LD HF 8,4 %, andre 54,1 %.

### Ledelse:

Lars Kongsbak er adm. direktør (cand. scient., PhD i molekylærbiologi; ansat 2000; CEO fra 2003) og Hans Henrik Chrois Christensen, Finansdirektør; ansat fra 2007 (advokatuddannet). Thorleif Krarup formand for bestyrelsen (56 år).

### Kapitalisering:

Markedsværdi: 30,3 mio. styk x kurs 16 =	485 mio. kr.
- nettoliquiditet ultimo 2008	157 mio. kr.
+ skønnet cash burn 2009	<u>95 mio. kr.</u>
Nettoværdi (Economic Value)	<u>413 mio. kr.</u>

Nettoliquiditeten ultimo 2009 kan dermed skønnes til ca. 60 mio. kr. Bogført egenkapital på 463 mio. kr. vil blive reduceret med et underskud på ca. 120 mio. kr. til ca. 350 mio. kr.

### Hovedforhold

Selskabet er opbygget på et højt specialiseret teknisk grundlag rettet mod den nyeste form for genetik og mikrobiologi. Aktiviteten er orienteret mod analytisk funktion, altså ikke lægemidler. Kravene til dokumentation i udviklingsarbejdet før lancering på markedet er derfor helt anderledes. Selskabet er i stand til forholdsvis hurtigt at introducere nyudviklede produkter, og hele dette aktivitetsområde er så nyt at behovet kun er i sin vorden.

Det teknologiske udgangspunkt med LNA står angiveligt stærkt takket være større præcision og brugervenlighed over for de andre metoder af samme art. Selskabet har derfor indgået licensaftaler med store internationale selskaber (fx Roche), om anvendelse inden for områder, hvor man ikke selv har ambitioner eller styrke til at gå ind. Disse aftaler indeholder en væsentlig betaling ved indgåelsen plus efterfølgende royalty. Produkterne beregnet til forskning og videnskab udgør det oprindelige virkefelt.

Produkternes nye art betyder, at salget har været rettet mod brug hos forskere, hvilket afspejler teknologiens indledende stadie og et vanskeligt marked. I USA varetages salget fortsat af det samme datterselskab i Boston selv om analysefirmaet Oncotech, Californien, blev købt. Aktiviteterne er nemlig forskellige.

Fokusområdet for Exiqon er såkaldte biologiske markører, hvilket kan beskrives som sporstoffer der er specifikke for den enkelte form for kræft. Ideen er at medvirke til forbedring angående beslutning om valg af efterfølgende kemobehandling for at reducere risikoen for tilbagefald. Det første microRNA (miRNA) produkt er nu færdigt og rettet mod cancer i tyktarmen som sygdomsområde.

Selskabet ser således ud til at have fået et gennembrud for en anvendelig metode med stor fordel for alle involverede: patienten undgår fejlbehandling med tab af tid som anden konsekvens og kan opnå

det bedst mulige valg, lægernes fejl reduceres og udgifterne reduceres ved at forbedre beslutningsprocessen i behandlingsforløbet. Metodens sikkerhed, kendskabet hertil og den faktiske anvendelses omfang bliver afgørende.

Hensigten er at udvikle miRNA produkter for de vigtigste former for kræft og konstant udvide dette til at dække stadig flere former.

Den amerikanske analysevirksomhed Oncotech (nu omdøbt til Exiqon Diagnostics) er af en anderledes men tæt relateret natur. Selskabet udfører den form for test som Exiqon ønsker at adressere med sine kommende produkter. Laboratoriet er certificeret (godkendt), og metoderne er veldokumenterede. Aktiviteten drives videre og udvides til at omfatte en fuldt dækkende analyse af vævsprøverne ud fra en "One Stop Supplier" strategi. Samtidig skal man søge at opnå synergi mellem de to virksomheder i det fremadrettede udviklingsarbejde. Oncotech rådede over en samling af ca. 150.000 vævsprøver og data herom, hvilket kan nyttiggøres i Exiqons udviklingsarbejde inden for miRNA.

Exiqon Diagnostics (Oncotech) er en velindarbejdet servicevirksomhed med moden karakter og skal udvikles ud fra dette grundlag. Selskabet referer dog til at der generelt forventes en årlig vækst for dette marked på 34 % for perioden 2007-14. Såfremt afgørende succes opnås for Exiqons egne "industriprodukter" med miRNA teknologi, vil hele koncernens størrelse skifte til et langt højere niveau og overskudsgraden blive særdeles høj.

Det tredje område er Pharma Services som underleverandør hos medicinalsselskaber i udviklingsarbejdet med nye former for medicin. Fokus er her "personalized medicine", hvilket betyder medicin med anvendelighed for grupper af mennesker (betinget af genetiske forhold) men ikke positiv virkning på alle. Årsagen er de genetiske forhold som bevirker forskel i både forekomsten af sygdomme og reaktionen på den medicinske behandling. Denne form for mere specifik lægemiddeludvikling tegner til at få stor vægt i de kommende år, hvorved det gøres muligt at adressere alvorlige sygdomme med et markant hurtigere forløb af dokumentationsarbejdet. Exiqon ønsker ikke kun at optræde som teknisk underleverandør men at optræde som en aktiv partner i nogle af disse R&D projekter for at opnå del i Upside muligheden. I sig selv vil introduktion af denne type medicin indebære behov for et stort salg af produkter til identifikation af de relevante patienter.

Koncernen er derfor en kombination af en moden, tilkøbt forretning i USA og den oprindelige kerne med placering tidligt i produktets livscyklus. Personalet er på ca. 220.

### **Udsigter, muligheder og risici**

Gennembruddet for miRNA er det centrale punkt. Metoden skal nu udrulles på det første område med tyktarmskræft. Anerkendelse og udbredelse er derfor afgørende for de efterfølgende produkter til andre former for kræft. Der er tale om kvalitetsforbedring i valget af videre behandling med kemoterapi, altså en eksisterende form for medicin.

Tempoet i udviklingen fremgår af de seneste nyheder fra selskabet, hvor man i samarbejde med Hvidovre Hospital nu kan bekræfte, at screening af blod udgør en mulighed for tidligt at opdage forekomst af kræft i tarmene. Det kan få stor vægt, idet mavesækkens bløde natur i sig selv indebærer sen opdagelse af kræft. Der er dog formentlig langt til folkeundersøgelser for kræft via blodprøver.

Som biologiske markører ser miRNA ud til at være veldefineret og let anvendelig. Udvidelsen af selskabets teknologiplatform er dermed ved at blive bekræftet. Metodevalget omfatter en stor indsats omkring både udvikling af andre former for kræfttilfælde og udstyr til supplerende arbejdsopgaver på dette grundlag.

Behovet for større sikkerhed i kræftbehandlingen findes og er delvis allerede etableret jævnfør det tilkøbte laboratorium i USA, men uanset dette skal den nye metode dokumenteres og indarbejdes, dvs. man skal fra selskabets side selv oparbejde markedet. Her er det hensigten, at det amerikanske laboratorium skal fungere som en spydspids ved at tilbyde den nye metode og i takt med udviklingen udvide med andre kræftformer.

Mulighederne for Exiqon er meget større end ressourcerne, og ledelsens evne til at balancere styringen af en dynamisk udvikling er derfor vigtig. Selskabet er samtidig afhængig af at undgå vanskeligheder med produkterne, da man står på et svagt grundlag indtil indtægterne for alvor giver indre økonomisk styrke.

Forventningerne er store til synergi i udviklingsarbejdet fra den tilkøbte Oncotech's "Tumor Bank". Samtidig er det håbet, at de nye testmuligheder vil give dette laboratorium en særstilling med positiv profil og dermed "Kick Back" effekt. Samme Tumor Bank er tiltænkt benyttet i Pharma Service samarbejdsprojekterne, hvor produkter hurtigt kan testes.

Indsatsen i produktudvikling er langt større end salget giver grundlag for, hvilket er naturligt i den nuværende fase af virksomhedens liv. Planernes gennemførelse kræver dog, at salget i løbet af året begynder at tage fart for alvor, således at Cash Burn elimineres af voksende indtægter. Udgifterne vil nemlig fortsat vokse i et kontrolleret forløb. Udfordringen som følge heraf er knivskarp for ledelsen, da eventuelle problemer vil antaste reservetanken af likviditet, der vil udgøre knapt 80 mio. kr. brutto ved årets udgang. Derfor bliver 2009 et afgørende år med behov for "proven performance".

Mulighederne for selskabet er særdeles store inden for kræftsygdomme, der jo er et område med stort behov for indsats i behandlingen og med sin høje rate af dødsfald påkalder sig ønske om stadig flere økonomiske ressourcer. Her er USA foran Europa angående behandlingstilbud, og derfor satser Exiqon bevidst på at placere sig i en fremtrædende stilling på dette marked i håb om at Europa og resten af verden så kan følge med efterfølgende. Strategien her er velvalgt selv om den er krævende.

Selskabet har indikeret et tempo for produktlancering af 2-3 miRNA tests per år. Man vil adressere de største kræftformer først - med undtagelse af brystkræft, hvor der allerede findes et velindarbejdet produkt fra en konkurrents side. Pipeline af emner er kræft er i lungerne, endetarmen, æggestokkene og livmoderen men andre typer vil følge efter. Økonomisk succes vil sandsynligvis straks føre til øget indsats og dermed hurtigere lancering, men udfaldet for første produkt i salg er jo fortsat uklart.

Risikoen for forsinkelse i frigivelsen til salg af de nye produkter sammen med evnen til at opnå brug hos de involverede aktører med lægerne i en afgørende position er den vigtigste eksponering. Evnen til at forhandle pris aftaler igennem med de amerikanske forsikrings selskaber er anden central faktor for økonomien i det nye miRNA-produkt, og det forventes at medføre en væsentlig forsinkelse pga. krav om dokumentation.

Risikoen for at likviditetsreserven ædes op med behov for indbetaling af flere penge, vil være en yderst ubehagelig overraskelse for aktionærerne. Ledelsen synes fuldt ud klar over denne situation, og det må antages at der vil blive ført en stram styring og givet klare informationer om eventuelle problemer af alvorlig art. Her udgør den offensive indsats i det amerikanske datterselskab en særlig vinkel, da ledelsen prøver at opnå et løft i omsætning og rentabilitet via fremadrettet indsats med flere udgifter, der jo gerne skulle give pote hurtigt og ikke resultere i behov for en hovedkulds opbremsning.

På længere sigt fremstår højt specialiserede selskaber med denne niche karakter i en udsat position omkring det teknologiske forspring, der pludseligt kan vise sig at blive angrebet uden mulighed for

effektivt forsvar. Den nuværende styrkeposition burde dog kunne sikre en givtig periode hvor et skift fra udviklingspræget virksomhed til dynamisk vækstindustri med høj indtjening skal være næste fase med overskudsgivende drift og genvinding af de store akkumulerede underskud. Selskabets indkomst har været negativ og den akkumulerede underskudssaldo vil udgøre knapt 600 mio. kr. ultimo 2009 og dette beløb er ikke aktiveret i regnskabet.

### **Aktien som investering**

Selskabet er nået frem til vendepunktet, hvor kommerciel bæredygtighed skal sandsynliggøres med voksende styrke i henhold til de fastlagte planer. Den interne, tekniske udviklingsevne synes at være fuldt tilfredsstillende og dermed findes moderat usikkerhed fra den side (forsinkelser og fordyrelse). Derimod er salgsforløbet et åbent spørgsmål omkring det første miRNA produkt, samtidig med at den iværksatte ekspansive indsats i det amerikanske analyseselskab giver usikkerhed. Positive nyheder er derfor ikke at forvente på kort sigt, og først i andet halvår er der håb om positive nyheder til at bekræfte fremdrift og dermed at køreplanen for selskabet vil blive overholdt.

Indsatsen i R&D er langt større end selskabets aktivitet tilsiger (58 mio. kr. mod en omsætning på 128 mio. kr. i 2008). Der er jo blevet satset systematisk i det store, fremadrettede projekt for at bringe selskabets teknologi frem til et stade som rentable produkter. Som investor drejer det sig derfor om man mener, at selskabets metoder, rettigheder og evnen til at drive forretning er så interessante som ledelsen skitserer og styrer efter. Oplægget forekommer efter vores vurdering at være særdeles lovende – men det udestår fremdeles at få afklaret markedets dom i form af salget, hvilket vil finde sted i løbet af dette år og de næste par år. Knald eller fald.

Aktien har venture-præg selv om virksomheden allerede præsterer normalt salg – men omfanget er alt for lavt i den danske kerneforretning. Børskursen er i lighed med mange medicinske udviklings-selskaber blevet presset hårdt ned under Finanskrisen i de seneste 7 måneder. Investorernes tålmodighed er løbet tør omkring Cash Burn selskaber, og man satser i stedet på aktier i selskaber med dokumenteret økonomisk værdi i form af salg, overskud og egenkapital.

Med 2009 som et afgørende år for Exiqon angående succes for det amerikanske tilkøb og lancering af det første miRNA produkt er aktien ude i en test af sin værdi på godt og ondt. Proven performance er kravet som vil bestemme udviklingen fremover for både virksomheden og børskursen.

Vi mener, at odds er gode for et positivt udfald som vil kunne godtgøre eksistens af et stort potentiale for produkterne og alene efterlade spørgsmålet om tempoet i denne proces for aktien. Exiqon må bedømmes som en spændende virksomhed tæt på afgørelsens time. På langt sigt vil succesfuld udrulning af et bredt program for miRNA-produkter kunne indebære at størrelsen bliver mangedoblet. Af samme årsag eksisterer mulighed for et Take Over bud, hvilket må formodes at skulle foregå venligt (dvs. efter forhandling) for at fastholde nøglemedarbejderne og undgå tab af dynamik. Omvendt er risikoprofilen høj i denne fase, hvor problemer og forsinkelser vil kunne udløse behov for tilførsel af flere penge.

### **Konklusion**

Efter vores opfattelse er aktien en særdeles spændende placeringsmulighed på et par års sigt, hvor afklaringen af fremtiden for den nye miRNA-teknologi må forventes at finde sted. Det er en enten-eller situation i udgangspunktet. Et højt afkast/risiko forhold tilsiger en begrænset beløbsmæssig placering kombineret med krav om tålmodighed og accept af store udsving under vejs. Det reelle potentiale er i virkeligheden det langsigtede som kan vise sig at blive overordentligt stort, men denne vurdering kan først foretages, når de principielle muligheder er godtgjort omsat til en økonomisk realitet.

## Muligheder

Udrulning af miRNA til alle store former for kræft  
Anvendelse i andre behandlinger  
Ledende miRNA stilling  
Forbedring af driftsindtjening  
Salg af licenser for LNA og miRNA

## Risici

Manglende succes i salget af første produkt  
Manglende fremgang for Diagnostics, USA  
Forsinkelse og fordyrelse af R&D  
Behov for ny kapital ved problemer  
Udefra kommende teknologiskift  
Evne til styring af virksomheden

## Hovedtal

Mkr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Omsætning	10,3	16,0	43,1	49,5	128,3	190	370	500
Driftsoverskud (EBIT)	-21,6	-20,0	-25,5	-75,1	-125,9	-120	-15	40
Res. Før skat (EBT)	-28,7	-23,3	-24,9	-67,8	-115,3	-115	-10	45
Nettoresultat	-28,7	-23,3	-24,9	-67,8	-115,3	-115	-10	45
Balance	9,3	53,8	67,0	392,0	517,0	450	510	570
Likvid beholdning	1,7	40,2	20,4	331,5	174,3	90	90	125
Egenkapital	-43,9	28,0	34,0	343,4	462,9	350	340	385
Antal medarbejdere	30	42	62	80	216	235	250	270
Antal aktier mio.	1,64	5,96	7,03	24,44	30,3	30,5	30,5	30,5
R&D udgift	17,0	14,2	27,6	29,0	57,9	75	80	90
Res. pr. aktie kr.	-8,8	-2,4	-1,8	-3,3	-3,4	-3,8	-3,3	1,5
Indre værdi kr.	-26,8	4,7	4,8	14,1	15,3	11,5	11,1	12,7

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning, 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 Lau Svenssen har ikke aktier i Exiqon A/S. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden 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.