

Konklusion

Selskabet er nået til et afgørende skift fra opbygningsfase med underskud til overskudsgivende drift. Cash Burn forventes standset i Q4. Efter etablering af et komplet sortiment for Life Sciences produkter i 2009 har salget i første halvår af egne produkter vist en stigning på 58%. Ud over de positive udsigter for Life Sciences har Exiqon en meget stor udviklingsmulighed indenfor diagnostik, og derfor betragtes dette område 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. Valg af medicin ud fra hver enkelt patients profil udtrykt ved miRNA er det langsigtede hovedtema. Exiqon tilbyder denne analyseteknologi. 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 heraf er meget stor. Imidlertid er selskabet af beskeden størrelse. Den likvide reserve er ved at være brugt op, hvorfor risikoprofilen også er høj dvs. højt afkast/risiko forhold. Vi anser aktien for undervurderet og anbefalingen er langsigtet køb. Take Over er en relevant mulighed med hurtigere afkast til følge.

Anbefaling:



Aktuel Kurs: 6,8

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 227 mio. DKK

Antal aktier: 33,335 mio. styk

Næste regnskab: Q3-regnskab 12-11-2010



Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 5,0 – 7,5

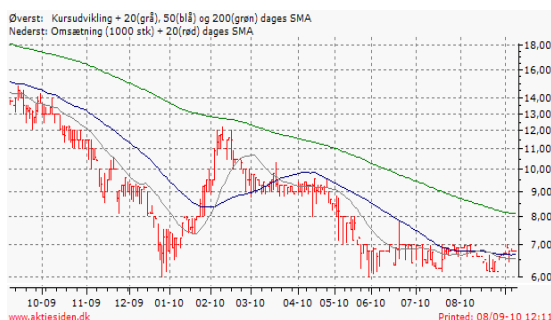
Kursudvikling 12-18 mdr.: 7 - 12

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Ingen

Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder efter Q2 forventningerne til året med en omsætning på 80-90 mio. kr. og et underskud på ca. 40 mio. kr. Ikke-kontante poster vil udgøre ca. 15 mio. kr. Salget af produkter fra Life Sciences påregnes at stige 25 %. Selskabets driftsudgifter er reduceret kraftigt efter omlægningerne sidste år.

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	15,0
Lav	6,0

Muligheder

Selskabet har et stærkt, patentbeskyttet teknisk grundlag omkring analyse af LNA og miRNA. Ud fra dette udgangspunkt kan talrige 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 om få år. 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.

Risici

Teknologisk overhaling fra anden side er en trussel, da metoderne endnu ikke har fundet sin udformning. Evnen til hurtig produktudvikling er en flaskehals. Kvalificerede medarbejdere er derfor afgørende for forløbet. Da kræft er første emne inden for diagnostisk anvendelse, er der afhængighed af de økonomiske rammer og fastlæggelsen af procedurer i behandlingen. Økonomisk har selskabet en begrænset likviditetsreserve. Positiv likviditetsgenerering forventes fra Q1/2011. Hvis det ikke lykkes, kan en nytægning af aktier blive nødvendig og kunne påvirke børskursen negativt.

Facts om Exiqon

Virkefelt: Selskabet er ledende indenfor genteknisk miRNA-analyse. 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. 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 55, Nordamerika 39, resten af verden 6 %.

Produktsegment: Life Sciences 99, Diagnostik 1 %.

Ledelse: Lars Kongsbak (cand. scient.) er adm. direktør; Thorleif Krarup (født 1952) er formand.

Medarbejdere: 79.

Ejerforhold: Danske Bank 12,7, Danske Invest over 10, LD 8,7, Teknoinvest (Oslo) 12,3, Nobel-gruppen 8,9 %, ATP 5,9 %. Selskabet har 1.149 aktionærer 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 dog 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. Senest er der 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 således 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. Betydningen heraf på afsætningen skal derfor vise sig.

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 år, hvilket næppe vil kunne opnås. 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 det til et underskud i år på knapt 40 mio.kr., hvoraf ca. 25 mio. kr. repræsenterer forbrug af likvid beholdning. Første halvår bidrog med -14 mio. kr., og dermed er skønnet for andet halvår ca. -10 mio. kr. Likviditetsreserven ved halvåret udgjorde 30 mio. kr., hvilket blev sikret ved en aktietegning. Den nye licensaftale og mulige andre lignende aftaler kan påvirke tallet væsentligt i positiv retning. Målet for 2011 er, at Exiqon bliver overskudsgivende, og her vil et stigende salg til Pharma R&D-aktivitet kunne bidrage væsentligt.

Fremtidsudsigter

Processen med trimning af udgifterne er bragt på plads, men indsatsen i udviklingsarbejdet er muligvis blevet reduceret til et lavere niveau end holdbart på længere sigt. Cash Burn er derfor ved at ebbe ud, og forventes standset helt i løbet af Q4. Fremover beror det naturligvis på evnen til at opnå tilstrækkeligt store løbende salgsindtægter. Styringen er stram, hvilket også omfatter investeringer. Likviditetsreserven (30 mio. kr. pr. 30-06) burde derfor være tilstrækkelig, men genbygning af et finansielt beredskab er ønskværdigt.

Life Sciences forventer en vækst i produktsalget på ca. 25 % i 2010. De indgåede licensaftaler ser ud til at indebære udløsning af upfront-betalinger i forbindelse med specifikke produkter, dvs. mulighed for positive udsving herfra i de nærmeste år. Styrken i produktsortimentet sammen med den generelle vækst i efterspørgslen afgør omsætningens udvikling. "One stop supplier" konceptet får stigende vægt, og selskabet introducerer flere nyheder i år, der vil kunne styrke afsætningen. Den ovenfor omtalte reduktion af indsatsen i produktudvikling vil først blive mærkbar med en forsinkelse, må det formodes.

Diagnostics er ved at være klar til at finde en partner for det første produkt til vurdering af hensigtsmæssigheden ved supplerende kemobehandling ved tyktarmskræft. De to projekter inden for kontraktforskning forventes at balancere økonomisk næste år. Potentialet for Exiqons vedkommende er spændende, da det omfatter et projekt med banebrydende teknologi (blodprøver til tidlig vurdering af eksponeringsrisiko for tyktarmskræft) og et andet stort projekt omkring det store udekkeede behov angående kræft af ukendt oprindelse. Under alle omstændigheder opnår Exiqon at kunne fastholde højt kvalificerede medarbejdere og akkumulere viden.

Udrulningen af miRNA teknologien til praktisk anvendelse omkring kræftbehandling og medicinsk udvikling rummer et enormt potentiale. Exiqons rolle er i første omgang at levere de forskningsmæssige hjælpemidler til den indledende afdækning af sådanne miRNA mønstre. Efterfølgende skifter dette så til licenser omkring diagnosticering, såfremt det lykkes at opnå dokumentation for en signifikant fordel i valget af behandlingsmetode. Behovet for rigtige valg i kræftbehandlingen er vigtig pga. tidspresset. For patienten betyder det mindre belastning og større sandsynlighed for helbredelse. Samtidig vil et forbedret beslutningsgrundlag direkte kunne reducere udgifterne for sundhedssektoren. Medicinalindustriens adfærd er derfor afgørende for indsatsen og udviklingen til identificering af metoder til brug for valg af den bedst egnede "individuelle medicin" vurderet ud fra miRNA.

Interessen for de nye muligheder ser ud til at stå over for et gennembrud. Især for leverandører til kemobehandling er sammenhængen interessant. Som følge af den ovennævnte struktur vil Exiqons indtægter dog først for alvor kunne opnå et løft, når anvendelse til diagnostik er blevet godkendt. Tidsrammen er derfor på et par år fsv. angår eksisterende former for medicin, hvor det alene drejer sig om dokumentation af individuel relevans via miRNA tests. For helt nye lægemidler vil tidshorisonten af Exiqons ledsagende salg indebære en meget lang ventetid før godkendelse og markedsføring påbegyndes. Anvendelse af Exiqons miRNA teknologi vil ligeledes kunne anvendes omkring afprøvningen af nye lægemidler, således at disse adresseres mere målrettet til personer med positiv respons. Det vil kunne reducere udgifterne omkring dokumentation og forbedre tidsforløbet. Endvidere kan der komme et positivt samspil med medicinalindustrien omkring dokumenteret positiv effekt i udvælgelsen af relevante patienter på grundlag af miRNA til specifikke lægemidler. En sådan nyorientering af brugen af disse originalvarer vil muligvis kunne danne grundlag for en forlængelse af patentbeskyttelsen og dermed en væsentlig forbedring af produktets værdi. De kommende år er således meget spændende med udsigt til et skift for teknologien fra introduktionsfasen til en bredere anvendelse. Selskabets økonomiske ressourcer er samtidig ved at være brugt op, så vendepunktet er forhåbentlig nået.

Aktien som investering

Aktien har været rubriceret i grupperingen af venturelignende medico-selskaber på Fondsbørsen. Udviklingstiden og kravene er imidlertid ikke så omfattende for understyr til videnskabelige opgaver og diagnostik som medicin. Odds for succes er derfor langt bedre. Udviklingen i efterspørgslen har vist sig at vokse langsommere end påregnet, og samtidig er der anvendt meget store ressourcer på udviklingsarbejdet. Endvidere blev købet af Oncotech en dyb skuffelse. På Børsen har kursudviklingen da også entydigt bevæget sig ned ad fra introduktionen ved 40 kr. til en udfladning i indeværende år i intervallet 6-10 kr. pr. aktie. Stoppet for nedturen bygger på begrundet håb om stabilisering af økonomien med standsning af underskud og mulighed for en kraftig forbedring af salget i de nærmeste år. Med et højt dækningsbidrag kan det give et skift til solid indtjening. Licensindtægter er en svingfaktor. Desværre vil andet halvår fortsat være tabsgivende. Den positive værdi af dokumenteret positiv performance i indtjeningsmæssig sammenhæng udestår fortsat at blive bevist. Det skal ske i første halvår 2011, og vurderingen af evnen hertil spiller nu en vigtig rolle for holdningen til aktien.

Efter vores vurdering er Exiqon nu tilpasset i sin struktur og omkostninger til at kunne gennemføre den ønskede udvikling. Et decideret gennembrud med løft i indtægterne udestår fortsat. Vi skønner et nul-resultat for 2011 og et pænt overskud i 2012. Værdien af selskabet kan enten fremkomme ved egen kraft i de kommende år eller pludseligt via et Take Over bud. Selskabets står i en interessant position med et lovende vækstpotentiale, et komplet produktsortiment og kontrol over afgørende intellektuelle rettigheder (189 patenter og ansøgninger herom fordelt på 42 produktfamilier) til central teknologi inden for genanalyse (LNA som udgangspunkt er centralt).

En relevant køber skal således findes inden for de involverede brancher. En eventuel aftale må formodes at blive indgået på venskabelig basis for at fastholde personalet og dermed denne vigtige del af virksomhedens oparbejdede kompetencer. Risikoen er naturligvis stor som følge af den hurtige teknologiske udvikling, følsom økonomi vedrørende udsving i salget og konkurrenceforholdene samt en lille likvid reserve. Aktien har desuden begrænset omsætning på Børsen og dermed kan der opstå store udsving opgjort procentuelt. Såfremt en alvorlig, negativ afvigelse indtræder, kan en ny kapitaltilførsel (aktietegning) blive nødvendig, og dermed belastes børskursen i reglen på kort sigt.

Vi anbefaler aktien som langsigtet købsmulighed ud fra forventning til en positiv udvikling. Beløbet skal dog afstemmes med en høj risiko. Alene dokumentation af stop for Cash Burn og skift til Cash Generation vil kunne styrke værdien væsentligt. Dette forløb skal afklares i løbet af de kommende 6-9 måneder. Upside potentialet set 3-5 år frem må bedømmes som særdeles stort.

Regnskabstal Exiqon

mio. DKK	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Omsætning	43	49	85	82	90	110	140
R&D udgift ordinær	28	29	42	43	35	32	35
EBIT	-26	-75	-81	-77	-35	0	12
Resultat før skat	-25	-68	-70	-147	-37	0	12
Nettoresultat	-25	-68	-116	-339	-37	0	12
Balance	67	392	516	175	130	140	160
Likvider	20	332	174	46	20	25	40
Immaterielle aktiver	8	11	212	64	62	60	60
Egenkapital	34	343	462	122	90	90	102
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	-1,1	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	2,7	2,7	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 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.

