

## Exiqon A/S

Exiqon er et dansk Life Science selskab der sælger analyser, reagenser og andre materialer til forskningsbrug rettet mod pharma selskaber og universiteter.

Jeg har fulgt Exiqon længere over de sidste mange år, men aldrig helt ment at tiden var moden til at investere et større beløb i Exiqon. Dette mener jeg nu er på tide da jeg anser at selskabet står foran et større gennembrud med nye produktlanceringer samt profitabilitet og hastigt stigende overskud og cash flows.

Exiqon er på mange måde ligeså meget et software selskab som de er et life science selskab. De er dybt afhængige af at udvikle computerprogrammer og lignende som kan sortere og analysere store mængder data som kan generere rapporter til kunderne og herfra specificere hvilke produkter de bør anvende.

### Nye markeder men same kundesegment

- Der kan sælges ind til de nye markeder, på præcis same måde som Exiqon succesfuldt har solgt miRNA produkter

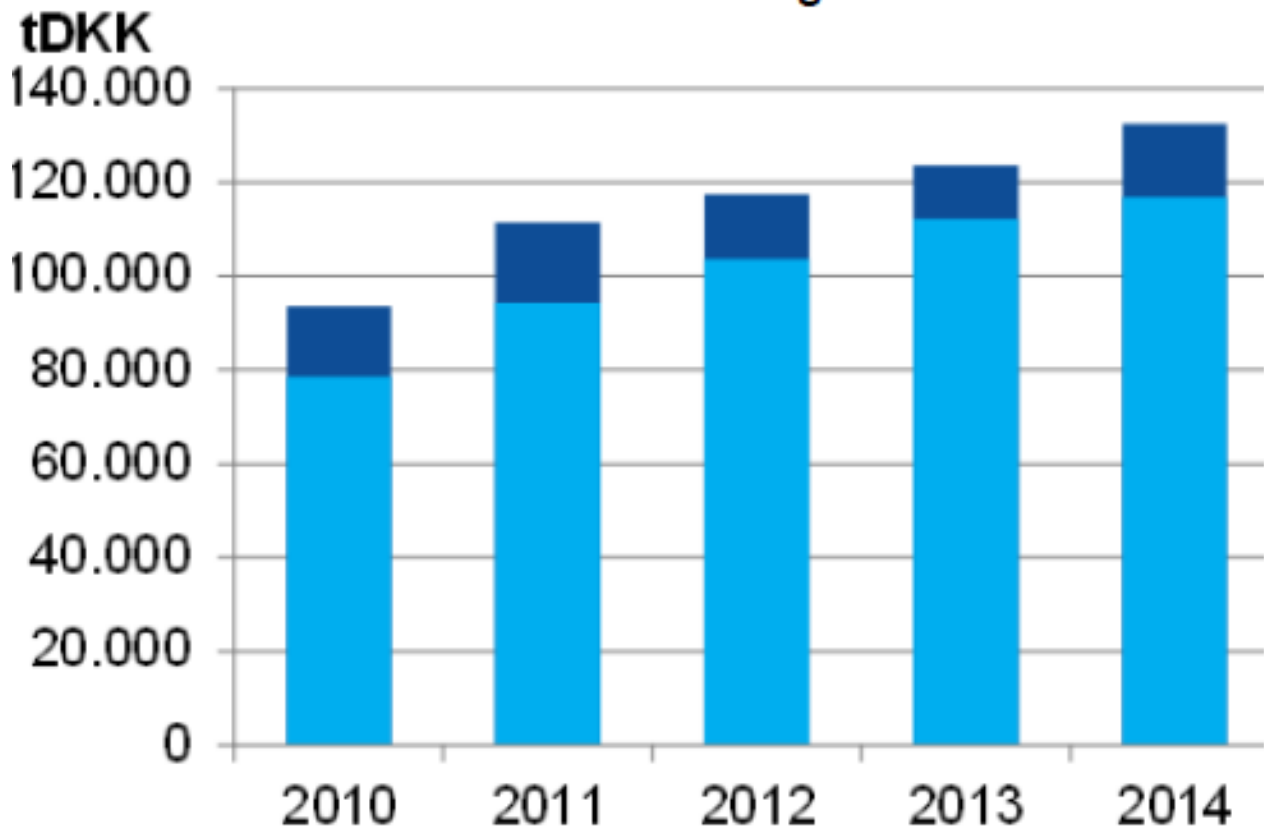
Markedet	Samme kundesegment som for miRNA markedet	Produkterne forbedres af Exiqons patenterede teknologi	Årlig vækst	Initialt markedsstørrelse (mUSD)	Salgsprocessen støttes af apps & cloud computing
RNA sekvensering	Ja	Ja	24%	> 200	Ja
RNA funktionel analyse (bla ikke kodende RNA)	Ja	Ja	Drives af RNA sekvensering	>100	Ja
miRNA markedet	-	Ja	Encifret vækst	60-70	Ja

De markeder Exiqon retter sig imod er ekstremt store. De har hidtil mest været fokuseret på miRNA markedet som er det mindste af deres potentielle markeder. Dette har Exiqon efterhånden fået en meget stor markedsandel på 40-50 % af. Exiqon har de seneste år arbejdet på at udvikle produkter og software sådan at de nu kan adressere de langt større markeder for RNA sekvensering og RNA funktionel analyse.

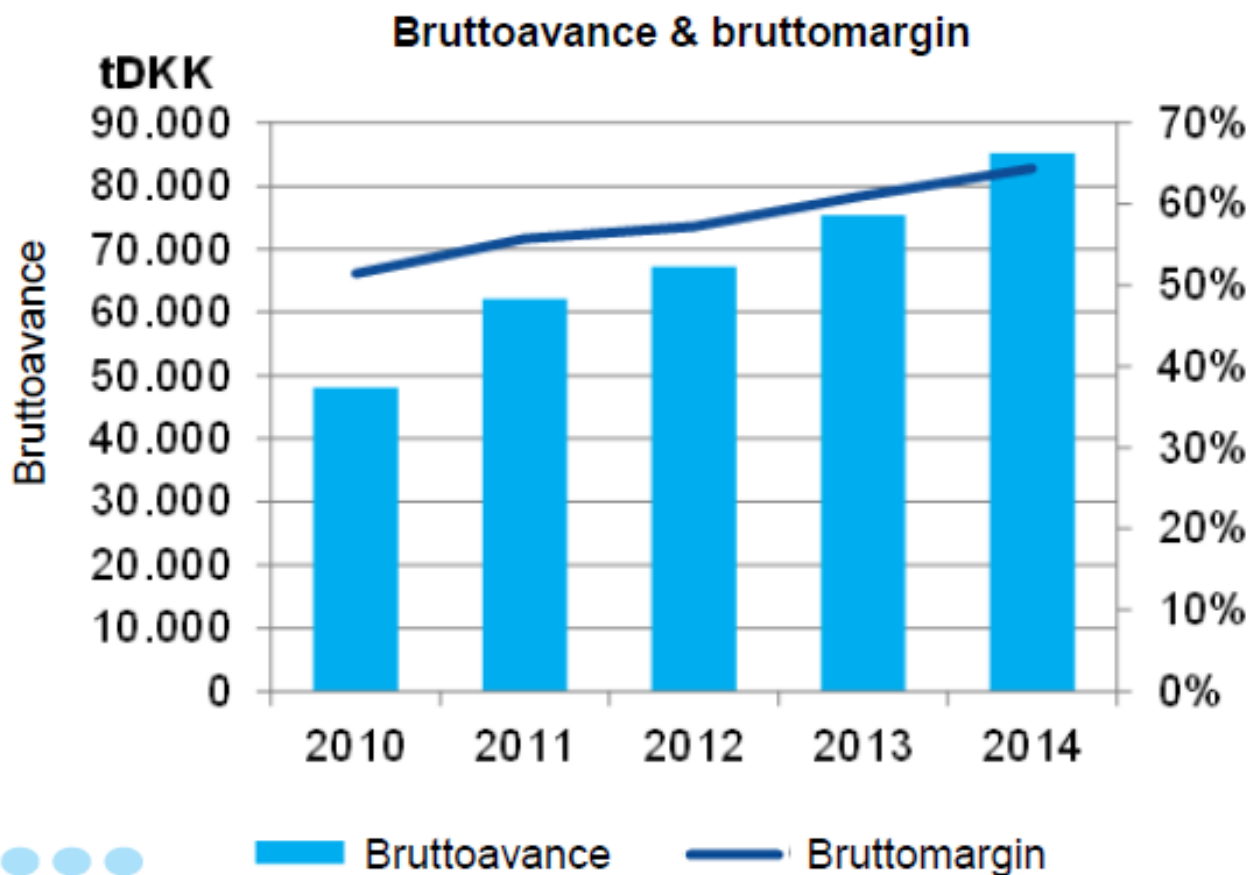
De lancerede deres NGS (næste generations sekvensering) produkter i januar 2014 og har siden løbende bygget ovenpå med nye og flere produkter til dette felt. Exiqon har samtidig planer om at lancere en cloud baseret APP til deres kunder omkring 1. juli 2015 som de forventer sig meget af. Dette er et helt unikt produkt som ingen af deres konkurrenter er i nærheden af at kunne tilbyde endnu. Kunderne kan sende deres data til Exiqon og via APP'en modtage rapporter i skyen fra disse undersøgelser. Exiqons detaljerede computere sorterer alle dataene og generer rapporter til kunderne og fortæller hvilke data som er relevante heri. Samtidig er der integreret webshop som anbefaler hvilke produkter kunderne skal købe fra Exiqon for at kunne arbejde videre med deres analyse.

Hvor Exiqons salg således hidtil har været face to face salg vil vi se en stor del af salget gå over til webshop og automatiseret salg. Dette vil også være en stor fordel for Exiqons marginer.

## Omsætning



Exiqon har konstant øget deres omsætning lige siden deres børsnotering med høje vækstrater. De seneste tre år har deres vækstrater "kun" været omkring 7-8 % årligt på grund af forskellige problemer (udløb af Array salg, problemer med underleverandører og omlægning af salgsstyrke i USA). Alle disse problemer har Exiqon nu fået lagt bag sig og væksten forventes fremadrettet med god grund at kunne stige med høje 2 cifrede % årligt. Dette vil alle de nye produktlanceringer i høj grad hjælpe med.



Noget andet Exiqon løbende har arbejdet på er forbedring af deres bruttomargin. Som det ses af ovenstående har Exiqon de sidste 5 år hævet bruttomarginen fra omkring 50 % til nu 62 %. Exiqon har en langsigtet målsætning om at nå op på 65-70 %. De er ikke langt fra dette mål nu. Så på trods af at omsætningen "kun" er steget med omkring 7-8 % de sidste par år, har Exiqon stadig formået at hæve deres bruttoresultat med over 10 % årligt som følge af den stigende bruttomarginal.

Der hvor jeg tror markedet undervurderer Exiqon er deres evne til at opnå såkaldt "scale of business". Når først deres omsætning kommer op i niveauet 175-200 mio. kr. vil deres margin expansion ske med raket fart. Samtidig er Exiqons forretningsmodel ekstremt skalerbar. Den kræver ikke store investeringer i anlægsaktiver (Exiqon kan sælge 4 gange så meget ved nuværende produktionssetup). Herudover kræver forretningen ikke store bindinger i arbejdskapital (lagre, tilgodehavender mv.). Selskabets indtjening vi vil se i de kommende år vil derfor medføre høje stigende cash flows til aktionærene.

Folk som mig der læser et regnskab fra første ord på forsiden og ned til sidste note finder ofte nogle bemærkninger og poster som er oversete af det generelle marked. Det er denne fordel fundamental analytikerne har.

Den aktive læser ville gå til side 24 i selskabets årsrapport for 2014 og læse følgende sætning:

### Financial targets beyond 2015

By 2016, we expect EBIT will be positive, driven by double digit growth in sales of products and services (excluding OEM), particularly our planned new products for RNA sequencing analysis and RNA functional analysis, and we anticipate first capitalization of our tax asset.

During 2017 we expect products and services sales (excluding OEM) to continue growing at double digits, with revenues from both operating segments, and we expect to meet our current long term financial objectives; to become a profitable company with gross profits around 65-70%, R&D costs of approximately 15% of total revenue and SG&A costs approaching the goal of no more than 30% of total revenue.

Hvis man prøver at omformulere det de skriver, er det at de i 2017 vil:

- Have ca. 67,5 % bruttomargin
- Have 15 % R&D i % af omsætningen
- Have SG&A på maks 30 % af omsætningen.

= Have en EBIT margin på **22,5 %**.

Ud fra de historiske vurderinger samt den due diligence jeg har lavet på branchen og Exiqon specifikt ser jeg denne målsætning som særdeles realistisk.

Udover Exiqons life science forretning har de også en diagnostik forretning. Denne er selvfinansieret via grants og legater og belaster dermed ikke Exiqons regnskaber. Omvendt er der en potentiel stor upside her, hvis de får held med at udvikle diagnostiske tests som de kan markedsføre via eksterne partnere:

### Exiqon har sikret sig betragtelig støtte til langsigtet produktudvikling

- Det samlede budget er på næsten 200 mio. kr.

10

- Bevillingerne sikrer lav finansiel risiko i vores diagnostiske udviklingsprogrammer
- Bevillingerne støtter kortsigtet produktudvikling samt markedsføring af nuværende forskningsprodukter

Program	Konsortie budget	Samlet Exiqon bevilling	Rest bevilling for Exiqon 31.12.14	Bevillingsperiode				
				2014	2015	2016	2017	2018
Tyktarmskræft – Screening	42,270	16,908	0					
Tyktarmskræft - Screening	35.000	2.304	2.241					
Tyktarmskræft - Behandlingsvalg	38.549	12.194	7.479					
Prostatakræft - Screening og behandlingsvalg	22.572	9.029	5.975					
Biomarkører for smerte	58.538	3.510	2.690					
<b>Total (t.kr.)</b>	<b>196.929</b>	<b>43.945</b>	<b>18.385</b>					

Exiqon forventer selv at have resultater fra flere af disse studier i løbet af de kommende 3 år og hvis positive udvikle diagnostiske tests som store diagnostikelskaber vil sælge og markedsføre for Exiqon (hvor Exiqon løbende modtager royalty).

Disse markeder er mia. \$ markeder, hvorfor de potentielle indtægter til Exiqon er enorme hvis de lykkedes at slå igennem her.

Markedet indregner ingenting for Exiqon Diagnostik i nuværende værdiansættelse. Jeg har heller ikke indregnet noget herfra i min DCF analyse for at være konservativ.

Det er dog vigtigt at fortælle at der kan være en potentiel betydelig upside her oveni den fair value der er i Life Science forretning.

Så hvad bør Exiqon reelt være værd. Jeg har udarbejdet en DCF analyse for Exiqon som jeg vil vise de væsentligste konklusioner fra her:

## Forventninger til 2015

20

For 2015 forventer Exiqon:

- Nettoomsætning på 150 - 160 mio. kr.
- EBITDA på 5 – 10 mio. kr.

Væksten forventes i 2015 primært at komme fra de nye initiativer bla. "Næste Generations Sekvenserings" service.

*Forventningerne for 2015 er baseret på en gennemsnitlig vekselkurs Danske kroner og US Dollars på 6,5 DKK/USD*

Markedet undervurder i høj grad hvad den stigende \$ gør for Exiqon. Over 40 % af deres omsætning er i \$ og kun en mindre del af omkostningerne. Når selskabets cash flow kommer op at stige vil dette \$ cash flow derfor blive betydeligt.

Exiqon guider for en omsætning på ca. 155 mio. kr. ved en \$ kurs på 6,5. ved den nuværende \$ kurs på ca. 7 \$ vil deres omsætning helt sikkert komme ind omkring eller over toppen af deres guidance. Samtidig skal man huske at Exiqons cloud løsninger først bliver lanceret midt på året og derfor kun bidrager med vækst i halvdelen af 2016. Personligt tror jeg også Exiqon er lidt konservative i deres udmeldinger fordi de har skuffet markedet et par år.

Mit personlige estimat ved en \$ kurs på 7 \$ er at Exiqons omsætning i 2015 vil blive omkring 165 mio. kr.

Dette vil vokse til ca. 200 mio. kr. i 2017 svarende til ca. 10 % årligt vækst.

EBIT margin forventer jeg er omkring de 22,5 % hvilket vil give Exiqon et EBIT resultat på 45 mio. kr.

Selskabets nuværende markedsværdi ved 10 kr. pr. aktie er omkring 375 mio. kr. Jeg ser på baggrund heraf et betydeligt upside i aktien indenfor 1-2 års sigt.

Når jeg sætter alle disse tal ind i min DCF analyse og antager en konservativ omsætningsvækst på 8-10 % de første 3 år efter 2017 og dermed en vækst på 6-8 % efterfølgende og en terminalvækst på 5 % får jeg en fair value af alle fremtidige cash flows på **20,5 kr. pr. i nutidsværdi**. Det bør samtidig nævnes at jeg har anvendt en høj WACC på 11 %. Sætter jeg mine WACC ned til henholdsvis 10 % og 9 % bliver NPV henholdsvis 25 kr. pr. aktie og 30 kr. pr. aktie illustreret via følgende:

WACC	9%	10%	11%
NPV:	32,3	25	20,5

Exiqon bliver i 2015 et profitabelt selskab (ca. 0 resultat på bundlinjen) og vil i de kommende år blive cash flow positive hvilket vil kunne begrunde en lavere WACC og dermed højere værdi. For nuværende er jeg dog godt tilfreds med en WACC på 11 %.

Hvorfor investere i Exiqon?

- Jeg mener Exiqons værdi bør være ca. 20,5 kr. pr. aktie nu og her.
- Der er en stor potentiel merværdi fra deres diagnostikafdeling.
- Der er en høj M&A mulighed.

Den sidste mulighed omkring et potentielt opkøb af Exiqon luftede selskabets direktør Lars Kongsbak på dansk aktionærforenings investordag.

Han fortalte at han nok ikke kunne se en selvstændig fremtid for Exiqon men at en af deres amerikanske konkurrenter ville opkøbe selskabet på et tidspunkt. Han mente dog kursen for nuværende var alt for lav (hvilket jeg kun kan give ham ret i). Jeg ser et potentiale i at kursen nærmer sig 25 kr. pr. aktie i 2017 hvorefter selskab modtager et bud omkring 30-35 kr. pr. aktie (Direktøren nævnte selv at han nok ville kunne skabe afkast på 40 % i en salgsproces).

Alt i alt mener jeg at Exiqon er en ekstremt attraktiv investering og en overset dansk diamant med lav analytikerdekning. Selskabet har underpræsteret i nogle år, men er nu ællingen der bliver til en smuk svane. Herudover mener jeg de analytikere der følger selskabet kun gør det meget overfladisk og ikke er ude og tale med ledelsen dybdegående, snakke med konkurrenterne og gennemse markedet. Jeg mener klart de overser de stordriftsfordele Exiqon vil høste de kommende år og det betydelige cash flow der vil komme som følge heraf.

Risikoen er selvfølgelig at deres nye produkter ikke vil levere den vækst som selskabet tror og håber hvilket vil påvirke marginerne og cash flow også. Jeg mener dog deres produkter er så nyskabende at der ikke er stor chance for dette. Samtidig bør en investor overveje at hedge en del af \$ risikoen ved en investering i Exiqon da Exiqon er følsomme overfor ændringer heri.