

## Konklusion

Selskabet er i færd med at modernisere produktprogrammet. I november 2011 påbegyndtes salg af analyseapparatet NucleoCounter NC-200. Apparatet skal afløse NC-100, som dog videreføres til specielle formål. I 2010 introduceredes et nyt og større apparat NC-3000, der udover tælling af celler også kan anvendes til analyse af celler. Det er et avanceret analyseinstrument, som skal konkurrere med de eksisterende flowcytometer-instrumenter, men metoden er anderledes. NC-3000 kan udover billeder også linkes op til Pc'er, hvor data fremvises, og der tilbydes software, som opfylder FDA's krav hertil.

Afsætningen af instrumenter er blevet påvirket negativt af overgangen til de nye produkter. Ledelsen har derfor iværksat en række tiltag for at forbedre salgsindsatsen fra egen side og via forhandlerne. Væksten i de kommende år kan således blive kraftig forudsat man opnår et rigtigt gennembrud for NC-3000, der udvider det marked selskabet leverer til. NC-200 henvender sig derimod til samme segment af opgaver som selskabets første model, NC-100, men der er tale om et helt nyt analyseapparat med forbedrede egenskaber. Udskiftning vil derfor kunne få vægt i salget. Til foråret lanceres NC-250 som en mindre udgave, der også giver mulighed for analyse af celler.

Produktmæssigt fremstår ChemoMetecs apparater som velgennemtænkte og effektive uden behov for kalibrering eller service, men prisen er til gengæld på et højt niveau i forhold til konkurrenternes udstyr. Salget af forbrugsartikler vokser i takt med bestanden af apparater, og det giver stabilitet i indtjeningen. Væksten bestemmes derfor af styksalget af analyseapparaterne, og her er behovet inden for forskning i forekomst af celler afgørende såvel som kontrolopgaver. Interessen for to vidt forskellige områder som kræft og stamceller kan få stor betydning for selskabets udvikling i de nærmest kommende år. Selskabet står nu overfor den afgørende prøve på styrken i de nye produkter (succes for salget), og indtjeningen kan derfor stige kraftigt, såfremt det lykkes. Risikoen er imidlertid høj.

Aktuel Kurs: 3,4

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 59,2 mio. DKK

Antal aktier: 17,402 mio. styk

Næste regnskab: Q2 den 27-02-2013



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder i Q1 beretningen sin prognose om en omsætning på ca. 40 mio. kr. (39,2), et EBITDA-resultat på 6 - 8 mio. kr. og et EBIT-resultat på 0 - 2 mio. kr. (-11,5). En softwarepakke til NC-200 er lanceret i oktober. Et nyt celletællingsinstrument, NC-250, forventes frigivet til salg i foråret 2013. Salgsorganisationen udbygges.

### Anbefaling:

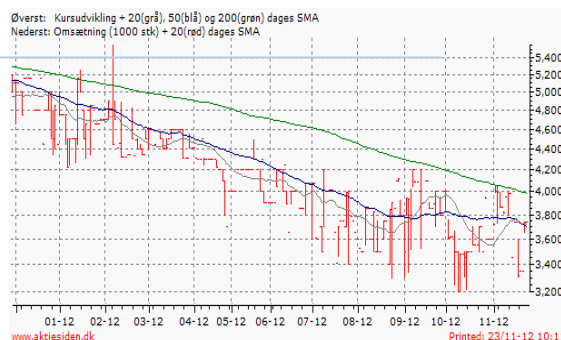
Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 3,0 – 5,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 5,0 – 8,0

Tidligere anbefaling: Køb/Køb 28-09-2012 v/kurs 4,00



12 måneders graf

Høj 5,55

Lav 3,20

### Muligheder

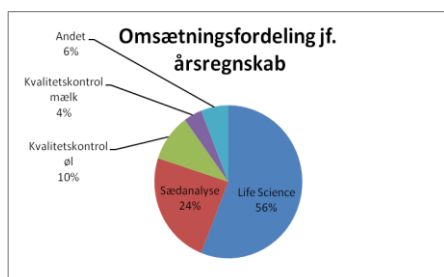
Markedet for udstyr til celletælling og –analyse har udsigt til høj vækst. NC-3000 konkurrerer med andre typer af apparater og har stor anvendelsesmulighed. NC-250 vil kunne dække mindre krævende behov til en lavere pris. Salg af forbrugsvarer stiger løbende og tilbydes i mere kundefremorienteret udformning. IT-software øger værdien for brugerne og giver ekstra indtægter. Kontoret i USA har vist sin berettigelse med mulighed for at øge salget i de kommende år. Asien rummer store afsætningsmuligheder i de kommende år.

### Risici

Udviklingsudgifter aktiveres løbende, og det indebærer risiko for nedskrivninger, hvis et projekt helt opgives, eller hvis salget ikke udvikler sig som forventet. Udvidelsen fra tælling til også at håndtere analyse af celler er krævende mht. teknik og salg. Selskabet er en lille udbyder i sin branche og konkurrencen er hård. Det er vigtigt, at de to største konkurrenter ikke bevæger sig op i selskabets nicheområde. Aktien er illikvid.

## Facts om ChemoMetec

- Selskabet udvikler, producerer og sælger analyseinstrumenter til celletælling og celleanalyse baseret på en patenteret teknologiplatform. Desuden sælges forbrugsartikler til Instrumenterne i form af kassetter i plast, tællekamre i glas m.m. Dette salg stiger løbende i takt med udvidelsen af antallet af apparater i drift hos kunderne.
- Metoden for celletælling er velfungerende, idet instrumenterne ikke skal rengøres, kalibreres eller have servicebesøg. Betjeningen er samtidig nem at foretage. Anvendelsen sker inden for Life Science, Pharma, fødevarer og landbrug.
- Størstedelen af produktionen af apparater og forbrugsartikler udføres internt. Selskabets oprindelige analyseapparat, NucleoCounter NC-100, er blevet forbedret med en ny type, NC-200, der blev lanceret i oktober 2011. I 2010 lancerede man den meget avancerede NC-3000 model. Dette apparat kan også håndtere visse analyseopgaver. En mindre og billigere model, NC-250, forventes frigivet til salg i foråret 2013. NC-100 og NC-200 anvender plastkassetter til prøverne, mens NC-3000 og NC-250 benytter tællekamre af glas. Software til PC-behandling, fremvisning af analysedata og arkivering for senere dokumentation udvikles løbende. Selskabet råder over 51 patenter fordelt på 15 familier.
- Kunder: Selskaber med høje krav til produktkvalitet som pharma-, biotek-, fødevarer- og landbrugsvirksomheder samt forskningsinstitutioner. Eksempler på farmakunder: Novo Nordisk, Lundbeck, Merck Inc., AstraZeneca og Johnson & Johnson.
- Selskabet varetager selv salget i en række lande – i USA via et datterselskab. Aftaler med distributører benyttes ligeledes. Udvidelsen med celleanalyse betyder mere komplicerede apparater og opgaver hos brugerne, hvilket stiller større krav til disse i salg og service. Selskabet arbejder derfor på at få forbedret styrken hos distributørerne.
- Indtægtsfordeling jf. årsregnskab: Forbrugsvarer 55, Instrumenter 40, Andet 5 %. Geografisk er salget fordelt med Europa 39, USA/Canada 34, Danmark 13, Øvrige lande 14 %.



- Ledelse: Martin Glensbjerg CEO; Steen Søndergaard COO; Stig Løkke Pedersen er bestyrelsesformand.
- Selskabet blev etableret i 1997 og beskæftiger 32 ansatte med hovedsæde i Allerød og et kontor i USA.
- Ejerforhold jf. seneste årsregnskab: ChemoMetec Holding 31 %, Synerco ApS under konkurs 17 %, Hook Holding Company A/S 10 %, Claus Resen Steenstrup 6 %, Stig Løkke Pedersen 5 %. Selskabet har registreret 773 aktionærer.

## Beskrivelse

ChemoMetec udvikler, producerer og sælger måleinstrumenter til tælling og analyse af celler baseret på en patentbaseret teknologiplatform. En stor del af forretningsomfanget udgøres af salg af såkaldte forbrugsvarer i form af engangskassetter, engangsanalysekamre, reagenser og test-kits, der er nødvendige i betjeningen af analyseinstrumenterne. Jo flere analyseinstrumenter der sælges, jo større vil det efterfølgende salg af forbrugsvarer blive.

Selskabet har udviklet celletællingsmaskinerne NucleoCounter NC-100, NC-3000 og NC-200. Nyheden NC-250 forventes lanceret i foråret som en mere handy men avanceret model. NC-100 har været på markedet i 10 år, og NC-200 er tiltænkt som afløseren. Mens måling med NC-100 kræver to kassetter og to forskellige reagenser, skal der ved brug af NC-200 kun anvendes én kassette til at måle levedygtigheden af celler, hvilket gør den både billigere og nemmere at bruge. Prismæssigt ligger NC-200 dog over lignende produkter fra flere af konkurrenterne, men det opvejes af fordelene omkring rengøring, kalibrering og service. Produktvarianter af NC-100 anvendes fortsat til sædanalyse (SP-100) i forbindelse med insemination, hvor det er vigtigt at kunne dosere sæden i det nødvendige omfang. Bryggerikunder anvender YC-100 til kontrol af øl, ligesom SCC-100 anvendes i mejerisektoren til kontrol af mælk.

NC-3000 anvendes til celleanalyse indenfor Life Science research og farmaceutisk produktions- og kvalitetskontrol. NC-3000 er baseret på anvendelse af billedcytometri i modsætning til konkurrenterne, der anvender flowcytometri. NC-3000 henvender sig derfor til en mindre niche i dette segment med højere tekniske egenskaber og tilsvarende pris. I årsregnskabet skriver ChemoMetec, at trenden i dette segment går imod mindre instrumenter, der kan opstilles decentralt på steder, hvor der er brug for at foretage og vurdere analyser.

NC-3000 er meget præcist og nøjagtigt i sine målinger. Instrumenter fra konkurrenter kan imidlertid måle i lavere koncentrationer på grund af deres store følsomhed. ChemoMetec har derfor indledt forsøg på eventuel udvikling af en ny og forbedret version af NC-3000. Foreløbige tests tegner lovende. En meget vigtig faktor omkring NC-3000 er, at man nu tilbyder software til instrumentet, som sikrer opfyldelse af vigtige krav (21 CFR Part 11) fra de amerikanske sundhedsmyndigheder (FDA).

Salg af NC-3000 kræver dybt produktkendskab. Desværre har selskabets distributører ikke ønsket at investere tilstrækkeligt i at opnå denne viden, hvorfor en stor del af salget sker via hovedkontoret, hvor bemandingen begrænser salget. ChemoMetec har derfor indledt en proces for at finde mere velegnede distributører, ligesom instrumentet søges simplificeret omkring software og brugergrænseflade for at lette salgsprocessen og forbedre distributørernes mulighed for at gennemføre salg. Et nyt instrument, NC-250, er under udvikling og forventes frigivet til salg i foråret 2013. Da NC-250 kun gør brug af et celletællingskammer af glas pr. måling, vil de løbende omkostninger for kunderne blive reduceret. Det er en god salgspareparameter. Samlet er der altså tale om en total fornyelse af produktsortimentet og en markant udvidelse baseret på ChemoMetec's koncept. Opgaven består derfor nu i at overbevise kunderne om fordelene ved denne metode i modsætning til den kendte teknologi. Salgssiden er i centrum.

## Kunderne

Kundegruppen omfatter universiteter og højere læreanstalter inden for forskning og forsøg samt erhvervskunder indenfor pharma, biotek og landbrug. ChemoMetecs produkter anvendes for eksempel i landbruget i forbindelse med kunstig inseminering af dyr. Her er det vigtigt at kunne måle antallet af sædceller, således at sandsynligheden for succesfuld befrugtning forøges. Inden for fødevarer er det vigtigt at kunne måle og registrere celler i øl, og man kan ligeledes kontrollere for urenheder i celler og kulturer i forbindelse med produktion af mælk. Indenfor pharma og biotek er det vigtigt at kunne teste, om en celle er kræftframt eller død. Ved at foretage cellemålinger reduceres usikkerheden, ligesom kvalitet og effektivitet hos kunderne sikres og forbedres.

## Konkurrence- og markedsforhold

Konkurrencen er hård, og pris er en væsentlig parameter. Måleinstrumenterne fra ChemoMetec ligger i den høje prisklasse og er præget af meget høj kvalitet. Inden for Pharma er prisen ikke så væsentlig, hvilket ChemoMetec nyder godt af. I Asien er udfordringen imidlertid større omkring priskonkurrencen. Det forsøger ChemoMetec at løse med lanceringen af NC-250, der er billig i drift, hvilket formentlig kan sikre øget salg til Life Science segmentet (universiteter og højere læreanstalter). For selskabet er det desuden en vigtig parameter, at flere af selskabets instrumenter efterlever FDA's krav til dokumentation af prøver. Generelt gælder det, at når et produkt fra ChemoMetec er blevet valideret og godkendt hos en kunde, vil det ofte føre til et langvarigt og stabilt kundeforhold.

Celletællingssegmentet rettet mod Life Science er præget af hård konkurrence. De vigtigste konkurrenter er Invitrogen, Bio-Rad, Nexcelom, Millipore, Orflo, Beckman Coulter og Innovatis. Dette markedssegment vurderes af ChemoMetec til et omfang på 250 mio. kr., hvilket er uændret fra året før. Selskabet forventer, at markedet vokser med 0-5 % årligt, og at man besidder en markedsandel på 5-9 %. Med NC-200 og snart også den nye model NC-250 forventes det, at ChemoMetec kan udvide sin markedsandel.

Markedet, hvortil NC-3000 adresseres, er langt mere interessant i omfang. En uvildig markedsanalyse viser nemlig, at markedet for flowcytometri vil vokse med 11 % årligt frem til 2017 svarende til et løft fra 10,5 mia. kr. i salg i 2011 til 19 mia. kr. i 2017. To konkurrenter, BD Biosciences og Beckman Coulter, sidder imidlertid solidt på dette marked med en andel på 50 %. I alt er der 60 konkurrenter her. Det interessante for ChemoMetec vil være, hvis udviklingen fortsætter i retning af anvendelse af mindre instrumenter, der opstilles decentralt, hvor der er brug for måling og analyse. Her står man nemlig stærkt med NC-3000.

Med dets beskedne økonomiske ressourcer set i forhold til de store konkurrenter er det vigtigt for ChemoMetec at satse korrekt i udformningen af nye analyseinstrumenter. Der er ikke råd til væsentlige fejltrin omkring den bekostelige udviklingsproces, hvis salget efterfølgende svigter – og desværre finder man først ud af dette, når apparaterne skal stå deres prøve i salget.

## Fremtidsudsigter

ChemoMetec er en mindre aktør på markedet for analyseinstrumenter til celletælling og –analyse. Så vidt vi kan vurdere det, opererer selskabet i en niche, som ikke nyder de helt store aktørers bevågenhed. Det burde være muligt at udvide markedsandelen i kraft af den avancerede NC-3000 model som suppleres af en billigere og mindre kompliceret type NC-250 fra næste forår. NC-250 indeholder en række fordele set fra kundernes side, hvor især prisen spiller en afgørende rolle. Udfordringen med at få dedikerede distributører til at sælge den avancerede NC-3000 har stor betydning. NC-3000 forekommer nemlig at være rettet mod det helt rigtige marked med udsigt til et markant løft i volumen i de kommende år, men der er også tale om introduktion af en ny form for teknologi som først skal accepteres og værdsættes af brugerne. Det er derfor vigtigt hurtigst muligt at få forbedret salgsindsatsen, idet man for tiden er begrænset af størrelsen af selskabets egen salgsafdeling i Allerød. En forbedring af salgsapparatet rummer et stort potentiale, idet NC-3000 som produkt forekommer at være særdeles velgennemtænkt. Her er der gode muligheder på det amerikanske marked, hvor selskabet har egne sælgere. Skalerbarheden i produktionen er stor, idet begrænsninger fra den kant ikke synes at være et problem overhovedet. For hver gang der sælges et analyseinstrument, giver det efterfølgende mersalg i form af kassetter, tællekamre m.m. mange år frem.

## Aktien som investering

Driftsmæssigt følger selskabet planen selvom produktudviklingen har været præget af forsinkelser. Med nedlæggelsen af et stort projekt for kemisk kompositionsanalyse kan alle kræfterne samles omkring de moderniserede analyseinstrumenter. NC-250 er næsten færdigudviklet, men vil først kunne bidrage positivt til salget med virkning fra foråret 2013. Volumen kan altså vise sig i det følgende regnskabsår (2013/14). Det underliggende marked, hvortil man sælger, forventes at vokse betydeligt i de kommende år, og det gælder i særdeleshed celleanalyser. Det er derfor afgørende, at man formår at øge sit salg hurtigst muligt. Prognosen for 2012/13 forekommer at være temmelig konservativ med et næsten uændret salg. Det afspejler sandsynligvis ledelsens bekymring omkring salgsudviklingen for NC-3000, hvor salget har været mere udfordrende end forventet. Jo før nye distributører findes, jo før kan man få andel i væksten inden for celleanalyse-segmentet. Håbet er, at man kan nyde godt af trenden med brug af mindre instrumenter, der kan opstilles på de steder, hvor der er brug for analyseresultater.

Med indstillingen af udvikling på kompositionsanalyseprojektet kapper selskabet en mulig fremtidig indtjeningskilde væk. Med begrænsede økonomiske ressourcer er et sådant tiltag imidlertid nødvendigt. Muligheden for et salg og en indtægt fra projektet foreligger, men den slags rettigheder og projekter er svære at få en rimelig pris for. Det er derfor en meget usikker Joker.

Potentialet for selskabets analyseapparater må vurderes til at være meget stort. For NC-200 drejer det sig om muligheden for udskiftning af de veltjente NC-100 apparater og en generel vækst i salget. For NC-3000, der er koncernens avancerede spidsprodukt, består opgaven i at placere sig på markedet for celletælling og –analyse i den avancerede ende af markedet. Dermed skal man både løfte en stor opgave med at overbevise kunderne om fordelene ved denne nye metode og klare modtræk fra de veletablerede konkurrenter. Vækstpotentialet er således særdeles interessant, og med produkterne næsten på plads rent teknisk, kan fokus drejes over mod forbedringer og supplerende ydelser inden for software som fx dataregistrering og fremvisning på billeder via IT-systemer. Salgsindsatsen er den afgørende funktion i virksomheden, som derfor skal geares op i styrke. Indtjeningen vil følge alt efter succes i dette forløb. Selskabets udfordring er overordnet at klare sig som en lille specialist blandt store konkurrenter. Selskabet besidder i kraft af sin teknologiske styrke og markedsposition en betydelig goodwill værdi.

### Regnskabstal (01-07 til 30-06)

1.000 kr.	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13E
Omsætning	32.052	32.608	37.231	39.201	41.000
Resultat før R&D reg.	-3.289	-3.634	-230	435	2.200
R&D nedskrivning	0	0	0	-11.800	0
R&D aktivering	5.349	5.378	5.192	5.348	3.000
R&D afskrivning	0	-3.304	-4.189	-5.477	-3.500
Samlet R&D regulering	5.349	2.074	1.003	-11.929	-500
EBIT	2.060	-1.560	773	-11.494	1.700
Renter	550	11	-544	349	100
EBT	2.610	-1.549	229	-11.145	1.800
Skat	1.988	-2.138	-121	+1.277	-450
Nettoresultat	4.598	-3.687	108	-9.868	1.350
Balance	65.164	62.716	60.779	49.891	52.000
Immaterielle aktiver	32.113	34.137	36.843	25.783	25.000
Nettofinansaktiver	7.163	4.074	3.008	5.321	4.500
Egenkapital	56.312	56.625	52.710	42.861	44.200
Antal ansatte	31	32	33	32	33
Pr. ansat i 1.000 kr.					
Omsætning	1.034	1.019	1.128	1.225	1.242
R&D regulering*	+167	+65	+30	-4	-15
Løn	499	504	533	535	540
Driftsoverskud (EBIT)*	66	-49	23	9	51
Antal aktier mio. styk	17.370	17.370	17.402	17.402	17.402
Res. pr. aktie kr.	0,26	-0,21	0,01	-5,67	0,08
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	3,24	3,03	3,03	2,46	2,54

NB: I regnskabsåret 2011/12 er R&D regulering og driftsoverskud opgjort pr. ansat ekskl. nedskrivningen på 11,8 mio. kr.



## **Forbehold og ansvarsfraskrivelse**

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen har ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, 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.