

Konklusion

ChemoMetec handles til en lav markedsværdi set forhold til selskabets fremadrettede muligheder. Styrken er en unik teknologiplatform, mens svagheden er selskabets beskedne størrelse i en branche præget af flere store aktører. Det underliggende marked, hvori selskabets analyseapparater anvendes, har høj vækst. Produktsortimentet er blevet moderniseret og udvidet. Fokus skifter nu til salg, bl.a. via satsningen i USA med eget datterselskab. Analyseinstrumenterne ligger i den høje ende af prisskalaen, men det kompenseres af de unikke egenskaber. Man har allerede oplevet stor efterspørgsel efter NC-3000, som ser ud til at have opnået et gennembrud på markedet. Vi ser potentiale for at omsætningen over de næste 3 år kan blive fordoblet til ca. 80 mio. kr. i 2013/14, hvorved overskudsgraden kan forventes øget til ca. 20 %. Risikoprofilen er høj, da virksomheden har en smalt defineret højteknologisk struktur. Heri ligger hele selskabets styrke og værdi, hvilket giver mulighed for et Take Over bud fra en konkurrents side.



Aktuel Kurs: 5,0

Børs: NASDAQ OMX Small

Markedsværdi: 87 mio. DKK

Antal aktier: 17,402 mio. styk

Næste regnskab: Halvårsregnskab den 24-02-2012



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Efter en fremgang i salget på 12,2 % i Q1 af det forskudte regnskabsår 2011/12 fastholdes estimatet for dette regnskabsår. Omsætningen forventes at lande i intervallet 42-44 mio. kr. med et driftsresultat, EBIT, i intervallet 1-3 mio. kr. Den flotte vækst ventes drevet af de nye produkt-lanceringer, samt en fortsat høj efterspørgsel efter forbrugsartikler (tællekassetter m.m.)

Anbefaling:

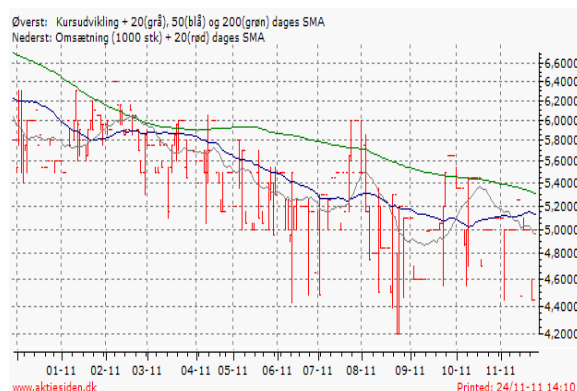
Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 5 – 8

Kursudvikling 12-18 mdr.: 9 – 12

Tidligere anbefaling: Køb/Køb 03-10-2011 v/kurs 5,6



12 mdr.

Høj 6,4

Lav 4,2



Muligheder

Fornyelsen af produktsortimentet giver udsigt til vækst og højere markedsandel. Udover den nye lancering af NC-200 i oktober i år kommer der nye produkter på markedet primo 2012 og ultimo 2013. Kunde-efterspørgslen inden for forskning og udvikling såvel som kontrol opgaver i den løbende drift vokser kraftigt. Interessen for celler og instrumenternes evne til at skelne og registrere stadig mindre objekter vil give høj vækst. IT-software vil øge værdien for brugerne og give ekstra indtægter. Salget af forbrugsartikler trækkes op i takt med væksten i den samlede bestand af instrumenter. Det nye projekt med kemisk analyse af indhold har store perspektiver.

Risici

Konstant forbedring af produkterne er vigtig i konkurrencen, hvilket også gælder mht. forsvar af og registrering af nye patenter. Udviklingsudgifter aktiveres, og værdien heraf er derfor afhængig af salgets omfang efterfølgende. Det giver risiko for nedskrivninger i tilfælde af svigtende succes. Selskabet er en lille udbyder, og konkurrencen er hård. Det er især vigtigt, at de segmenter man henvender sig til ikke udsættes for tilgang af nye konkurrenter. Aktien er illikvid.

Facts om ChemoMetec

Selskabet udvikler, producerer og sælger analyseudstyr til tælling og analyse af celler i væsker inden for fx kræftforskning baseret på en patentbeskyttet teknologiplatform. Produkterne benyttes til måling og kontrol af væskeprøver med henblik på indhold og kvalitet. Engangsartikler som kassetter i plast og tællekamre i glas udgør halvdelen af omsætningen. Brug af disse artikler er velfungerende og kræver ikke rengøring, kalibrering eller servicebesøg af instrumentet. Betjeningen er samtidig nem at foretage. Anvendelsen sker inden for Life Science, Pharma, fødevarer, bryggerier, og landbrug (sæd til inseminering). Selskabet beskæftiger 33 medarbejdere.

Kundetyper: Virksomheder, fx medicinalfirmaer, med høje krav til produkternes kvalitet. Forskning og udvikling er derfor et segment med særlig interesse. Selskabet varetager selv salget i en række lande, herunder via et datterselskab i USA. Aftaler er indgået med 22 distributører, der dækker 35 lande.

Omsætningsfordeling Q1 2011/12: Instrumenter 41, Forbrugsvarer 50, Andet 9 %. Geografisk er salget fordelt med Danmark 11, Europa i øvrigt 37, USA/Canada 42, Øvrige lande 10 %.

Ledelse: Martin Glensbjerg (født 1959); Stig Løkke Pedersen er bestyrelsesformand.

Strukturforhold: Selskabet blev stiftet i 1997 og er beliggende Allerød, hvor alle led inkl. en stor del af produktionen udføres. Selskabets første model af eget analyseapparat, NucleoCounter NC-100, blev i 2010 suppleret af den meget avancerede NC-3000. NC-200, er netop blevet færdigudviklet og frigivet til salg i oktober. Et andet mindre apparat, NC-250, forventes færdigudviklet primo 2012. Software til behandling og fremvisning af de fremkomne data udvikles også. Udstyr til en helt ny type af analyse omkring kemisk indhold forventes klar i 2013, hvilket er et år senere end oprindeligt antaget. Selskabet råder over 15 patentfamilier omfattende pt. 38 patenter.

Ejerforhold: ChemoMetec Holding 31 %, Synerco ApS under konkurs 18 %, Hook Holding Company A/S 10 %, Claus Resen Steenstrup 6 %, Stig Løkke Pedersen 5 %. Selskabet har registreret 779 aktionærer (jf. det seneste årsregnskab).

Beskrivelse

Produkterne kendetegnes ved en meget velgennemtænkt teknisk konstruktion med høj kvalitet, lang levetid og servicefri drift. Kerneteknologien består i at fotografere væskeprøver gennem et mikroskop og derefter gennemføre en celletælling i en digital billedanalyse. Det gør det muligt at tælle et stort antal celler med meget høj nøjagtighed til konkurrencedygtige priser. Udstyret består af analyseinstrumenter og dertil hørende engangsartikler (kassetter i plast og tællekamre i glas). I disse kassetter og tællekamre forberedes og opbevares celleprøverne under målingsprocessen, hvorved de ikke kommer i direkte kontakt med selve apparatet og dermed undgås behov for rengøring.

De "in-house" udviklede maskiner omfattende NucleoCounter NC-100, NC-3000 og NC-200 samt fra starten af 2012 også NC-250, er alle kendetegnet af høj kvalitet, hvorved ChemoMetec udmærker sig ved at være en af de førende på området. NC-100 var det første analyseapparat til celletælling ud fra en ny teknologi. Denne teknik er blevet forfinet på en række områder, og relanceres i form af NC-200 og NC-250. NC-3000 er derimod en ny generation af analyseinstrumenter, der kan udføre målinger og analysere en række nye parametre som cellecyklus, programmeret celledød og såkaldt klumpningsgrad. Til NC-3000 er der udviklet en række funktioner, hvorved kunderne selv kan foretage deres egne definerede analyser. Det er muligt ved produktet FlexiCyte. De nye instrumenter, NC-200 og NC-250, er mindre avancerede versioner, der baseres på teknologien fra NC-3000. NC-200 udmærker sig ved at tilbyde markedets hurtigste og mest præcise celletællinger, hvorfor der er store forventninger til dette nyligt lancerede produkt.

Celletællefunktionen opnås ved hjælp af fluorescerende lys, der udsendes efter at den pågældende væskeprøve er blandet med farvestoffer, som belyses. Ved benyttelse af kassetter og tællekamre undgår man behov for rengøring af instrumentet. Målingens nøjagtighed for antallet af celler beror på det præcise volumen. Derfor opmåles hver enkelt engangskassette. Data herfor påtrykkes kassetten og kan aflæses automatisk i analyseinstrumentet, der på denne måde kalibrerer i forhold til det præcise volumen prøven omfatter. Med dette koncept opnår man en meget effektiv driftsfunktion af instrumentet, hvilket både gælder selve betjeningen ved prøverne og sparet tid angående nulstilling og rengøring. Serviceeftersyn undgås ligeledes. Generelt er produkterne placeret i den høje ende af skalaen omkring både kvalitet og pris. Introduktionen af andengenerationsprodukterne NC-200 og NC-250 påregnes at udløse en udskiftning af mange af de eksisterende NC-100 instrumenter.

ChemoMetec varetager selv produktionen af den store model NC-3000. Endnu anvendes kun i beskedent omfang underleverandører i produktionsfasen, idet der på fabrikken i Allerød er kapacitet til at producere mere end 1.000 instrumenter årligt. Forbrugsartiklerne kan man producere i et omfang af ca. 2 mio. styk pr. år. Ved at indføre treholdsskift kan produktionen hæves til 4 mio. styk årligt. Der er således ikke udsigt til knaphed i produktionsfasen.

Kundegruppen omfatter Life Science Research indenfor cancer- og stamcelleforskning, Pharmaindustrien (der omfatter færre mulige kunder men til gengæld hurtige beslutningstagere), og landbruget/fødevareresektoren. Engangskassetterne til NC-100 og NC-200 er i NC-3000 suppleret med engangstællekamre af glas. Afsætningen af forbrugsartiklerne har karakter af økonomisk "Long Tail" virkning efter hvert enkelt salg af et måleinstrument. NC-200 indebærer en udvidet dækning omkring både antal og konstatering af liv i cellerne med brug af blot en kassette. Ved NC-100 skal der bruges to kassetter.

Med den nye NC-3000 har kunderne fået mulighed for at få udarbejdet specielle produkter beregnet for en specifik form for prøve. Et gennembrud i salget af den nye model, som indebærer en markant udvidelse af registrering af data for en prøve, er opnået.

Regnskabsmæssigt aktiveres R&D-udgifter til nye modeller, og efter frigivelse til salg indledes afskrivning heraf – normalt over 5 år. Den samlede udgift i virksomheden til R&D er særdeles stor set i forhold til omsætningen (14 % i regnskabsåret 2010/11).

Fremtidsudsigter

Der er udsigt til fortsat hård konkurrence indenfor salg af celletællingsprodukter. Konkurrenterne omfatter Invitrogen, Bio-Rad, Nexcelom, Millipore, NanoEnTek og Innovatis. ChemoMetec estimerer markedet for simpel celletælling til at udgøre 250 mio. kr. i 2011 mod 130 mio. kr. i 2008. ChemoMetecs markedsandel skønnes til niveauet 5-9 %. Der findes flere konkurrenter til NC-100, hvor de mest betydende konkurrenter har en lavere produktpris og lave løbende analyseomkostninger men også udgifter til service i modsætning til ChemoMetec. NC-100 udmærker sig dog ved større nøjagtighed og kan som det eneste produkt på markedet også analysere celler, der vokser på såkaldte microcarriers. Efterfølgeren til NC-100 er NC-200, som indebærer en simpel arbejdsprocedure for brugeren. Det kan ingen af konkurrenterne tilbyde, hvorfor der kan blive tale om en øget markedsandel i dette segment efter lanceringen i oktober i år.

Det store potentiale ligger i NC-3000. Efter færdiggørelsen af NC-200 er der frigivet ressourcer til udvikling af nye funktioner og applikationer. En ny softwarepakke med forbedret databehandlingsværktøj til FlexiCyte er blevet lanceret i september med henblik på at øge nøjagtigheden af celletællingerne. Flere nye tilbud ventes frigivet til salg i løbet af 2011 og 2012.

Udviklingsarbejdet med et analyseinstrument til måling af kolesterol og kvalitetskontrol af mælk og vin er blevet udskudt til lancering ultimo 2013. Dette såkaldte kompositionsprojekt blev allerede sikret ved patent i 2005.

Markedsudsigterne ser lovende ud, da det globale marked estimeres at udgøre 5-6 mia. kr. i 2012. Becton Dickinson og Beckman Coulter, der sidder på 70 % af dette marked, henvender sig især til high-end-delen for såkaldte flowcytometre. Vigtigste konkurrenter i det underliggende segment, hvortil NC-3000 adresseres, er Accuri og Guava. Med et automatiseret mikroskop distancerer NC-3000 sig fra konkurrenterne, idet kunderne får mulighed for at udføre brugerdefinerede tests (FlexiCyte). ChemoMetec tilbyder også software til databehandling ud fra denne sektors standard. I forhold til konkurrenterne vurderes ChemoMetec at stå stærkt med sit tekniske koncept.

ChemoMetec er inde i en spændende fase med lanceringen af et helt nyt produktsortiment. Salget skal løftes og vise om man har satset rigtigt med de nye analyseinstrumenter. Med etableringen af et datterselskab i USA, ChemoMetec Inc., satses der for alvor på vækst i USA/Canada. Det har allerede øget salget her til nu at udgøre en andel på 42 % af selskabets totale omsætning. Vi forventer, at markedsandelen i USA/Canada vil blive forøget væsentligt i de kommende år. I Europa vil udskiftningssalg af NC-100 medføre et ekstraordinært løft i omsætningen i de nærmest kommende år. De sektorer, hvortil ChemoMetec henvender sig, har vist betydelig vækst, og det ser ud til at fortsætte. Processen med at løfte salget – nu hvor produktfamilien er blevet udvidet – fortsætter. Allerede sidste år blev der afsat betydelige ressourcer til salg og marketing i Danmark, Sverige, USA, Frankrig, UK, Schweiz, Polen, Kina, Japan og Korea, men endnu er det kun lykkedes at øge salget mærkbart i USA/Canada. Her har en vigtig kunde købt fire NC-3000 instrumenter, og ChemoMetec forventer at dette er indledningen til yderligere leveringer.

Aktien som investering

Efter en fremgang i omsætningen i sidste regnskabsår på 14 % og et beskedent overskud er udsigten for 2011/12 markant fremgang med et løft i salget på 13-19 % og en forbedring af driftsresultatet til 1-3 mio. kr. I regnskabsårets første kvartal er der opnået en salgsvækst på 12,2 % og resultatet af den primære drift er på niveau med ledelsens prognose. Det er opløftende at salget af instrumenter er vokset med 28 %, mens forbrugsartiklerne kun er steget med 8 %. Vi forventer derfor, at estimatet for året opnås. NC-200 er først lige kommet på markedet, ligesom der kommer flere nye produkter til senere i løbet af regnskabsåret. Vi finder udviklingen med et betydeligt løft i omsætningen i USA/Canada positiv, mens vi må vente på et lignende løft i de øvrige geografiske områder.

Væksten vil slå kraftigt igennem på indtjeningen, da der er tale om et højt dækningsbidrag. Finansielt vil et sådant forløb indebære udsigt til et positivt frit cash-flow og dermed en styrkelse af de finansielle reserver.

Det underliggende marked for analyseudstyr vokser kraftigt, og derfor ser vi potentiale for en fordobling af omsætningen i løbet af 3 år. Overskudsgraden vil kunne blive forbedret til niveauet 20 %. Vores foreløbige og meget usikre langsigtede skøn for 2013/14 er 80 mio. kr. i omsætning og et EBITA-driftsresultat på 18 mio. kr. før produktudviklingsregulering. Denne post må påregnes at skifte til en nettoudgift om et år på grund af frigivelse af de nye apparater og dermed start på afskrivning heraf.

Potentialet i det næste store, igangværende projekt med kemisk analyse, der har været beskyttet af patent siden 2005, er en langsigtet Joker. Potentialet er sandsynligvis stort, men kan ikke vurderes endnu. Med udsigt til et stort løft i salget kan ChemoMetec få mulighed for at opnå en for branchen normal EBIT-margin på 18-25 %. Aktien er derfor særdeles spændende med en tidshorisont på 3-5 år. Børskursen indeholder en discount som følge af usikkerhed, og den vil blive reduceret i takt med dokumenteret fremgang. Risikoprofilen er høj pga. det specialiserede teknologiske koncept.

Regnskabstal

1.000 kr.	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11E	2011/12E
Omsætning	28.483	32.052	32.608	37.231	43.000
Resultat før R&D reg.	-4.987	-3.289	-3.634	-230	4.000
R&D frasalg	16.340	0	0	0	0
R&D aktivering	3.412	5.349	5.378	5.192	4.000
R&D afskrivning	0	0	-3.304	-4.189	-5.500
Samlet R&D regulering	19.752	5.349	2.074	1.003	-1.500
EBIT	14.765	2.060	-1.560	773	2.500
Renter	224	550	11	-544	-200
EBT	14.989	2.610	-1.549	229	2.300
Skat	-1.759	1.988	-2.138	-121	-600
Nettoresultat	13.230	4.598	-3.687	108	1.700
Balance	56.055	65.164	62.716	60.779	65.000
Immaterielle aktiver	20.272	32.113	34.137	36.843	35.000
Nettofinansaktiver	5.400	7.163	4.074	3.008	3.000
Egenkapital	51.714	56.312	52.625	52.710	54.400
Antal ansatte	32	31	32	33	37
Pr. ansat i 1.000 kr.					
Omsætning	890	1.034	1.019	1.128	1.162
R&D regulering	+617	+167	+65	+30	-40
Løn	469	499	504	533	555
Driftsoverskud (EBIT)	461	66	-49	23	68
Antal aktier mio. styk	17.370	17.370	17.370	17.402	17.402
Res. pr. aktie kr.	0,76	0,26	-0,21	0,01	0,10
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	2,98	3,24	3,03	3,03	3,13



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af ChemoMetec, 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 ChemoMetec 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.