

Konklusion

Aktien må anses for særdeles spændende som langsigtet placering (minimum 3 år). Forsinkelse i produktudviklingen og matte forhold i afsætningen relateret til konjunkturafrækket har ført til en discount på aktiekursen (usikkerhedspræmie). Den nye topmodel NC-3000 oplever markant interesse hos køberne. Det oprindelige NC-100 celletælle-instrument udskiftes i år med en ny og forbedret model, NC-200. Omsætningen vokser i år med 13-15 %, og tempoet synes at kunne stige i 2011/12. Risikoprofilen er høj pga. virksomhedens smalt definerede højteknologiske struktur. Potentialet heri indebærer derfor Take Over mulighed som et særligt aspekt. Ejerstrukturen og specialiseringen indebærer, at det nødvendigvis må være venligsinde, dvs. efter en direkte forhandling med de største ejere.



Aktuel Kurs: 5,8

Børs: NASDAQ OMX Small

Markedsværdi: 100,7 mio. DKK

Antal aktier: 17,370 mio. styk

Næste regnskab: Q3 offentliggøres 13-05-2011



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

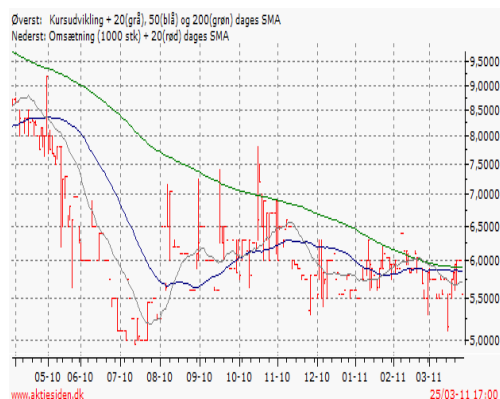
Kursudvikling 0-6 mdr.: 5,0 – 8,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 9 – 12

Tidligere anbefaling: Ingen

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Første halvår har haft en stærk udvikling i omsætningen (+24 %) for både apparater og forbrugskassetter. Ledelsen fastholder den tidligere fremlagte guidance om en omsætning på 37 mio. kr. og et EBIT resultat på +/- 1 mio. kr.



12 mdr.

Høj	10,30
Lav	4,95



Muligheder

Den produktmæssige styrke indebærer særdeles store vækstmuligheder. Markedsandelen kan også forbedres. Et fornyet og udvidet produktsortiment vil være klart i 2011/12. Efterspørgslen inden for forskning og udvikling såvel som kontrol relateret til 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. Denne del giver stabile indtægter. Projektet med kemisk analyse af indhold kan rumme store perspektiver.

Risici

Kernen i selskabets metode for celle-måling bygger på dannelse af et digitalt billede af en prøve ved brug af et kemisk farvestof, hvorved et fluorescerende lys opstår. Hertil benyttes LED lys, linser og filtre. Eventuel anfægtelse af dette koncept er derfor en afgørende risiko. Fornyelse og forbedring er vigtig. Konkurrence fra andre metoder må ses som en trussel. Den økonomiske styrke til store offensive tiltag i salget er begrænset. Skift til de nye modeller giver risici i den indledende fase. Produktionen er af begrænset omfang i styk, og høj vækst i salget vil derfor kræve udvidelser (outsourcing). Økonomisk har selskabet en begrænset størrelse. Aktien er illikvid.

Facts om ChemoMetec

Selskabet fremstiller måleudstyr, som anvendes til tælling og analyse af celler i væsker inden for fx kræftforskning. Produkterne benyttes til måling og kontrol med henblik på indhold og kvalitet. Brugsartikler i form af kassetter udgør cirka halvdelen af omsætningen. Selskabets tekniske koncept med disse kassetter er særdeles velfungerende uden behov for rengøring, kalibrering eller servicebesøg, ligesom betjeningen er nem at foretage. Anvendelsen sker inden for Life Science, Pharma, fødevarer, bryggerier, og landbrug (sæd til inseminering). Selskabet beskæftiger 32 medarbejdere.

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

Indtægtsfordeling: Instrumenter 43, Forbrugsvarer 42, Andet 13 %. Geografisk er salget fordelt med Danmark 21, Europa i øvrigt 42, USA/Canada 22, Øvrige lande 15 %.

Ledelse: Martin Glensbjerg (født 1959); Stig Løkke Pedersen (Chief Commercial Officer i Lundbeck) er bestyrelsesformand.

Strukturforhold: Selskabet blev stiftet i 1995 af Börkur Arnvidarson, Martin Glensbjerg og Frans Ravn. Virksomheden er beliggende i Allerød og omfatter alle led inkl. en stor del af produktionen. Rettighederne til det første produkt (analyse af celler i mælk mht. yverbetændelse) er overdraget til Alfa Laval-koncernen angående anvendelse hos de primære brugere (landmænd, mejerier, dyrlæger). Selskabets første model af eget analyseapparat, NucleoCounter NC-100, er i 2010 blevet suppleret af den meget avancerede NC-3000. To nye typer, NC-200 og NC-250 forventes introduceret i år. Software til PC-behandling og fremvisning af de fremkomne data udvikles også. Udstyr til en helt ny type af analyse omkring kemisk indhold forventes klar i 2012. Selskabet råder over 14 patentfamilier omfattende pt. 36 patenter.

Ejerforhold: ChemoMetec Holding 31 %, Synerco ApS under konkurs 18 %, Hook Holding Company A/S 10 %, Claus Resen Steenstrup 9 %, Stig Løkke Pedersen 5 %. Selskabet har registreret 792 aktionærer svarende til hele 99 % af aktiekapitalen.

Beskrivelse

Produkterne kendetegnes af en meget velgennemtænkt teknisk konstruktion med høj kvalitet og lang levetid. Teknologisk er metoder og kerneelementer valgt således, at en avanceret analyse kan foretages ved hjælp af apparater opbygget ud fra holdbare komponenter. Kvalitetsnormen for selskabets apparater giver en placering blandt de absolut førende, idet NC-100 dog nu står over et generationsskifte til en helt ny type, NC-200. Celletællefunktionen er opnået ved hjælp af fluorescerende lys, der udsendes efter at den pågældende væskeprøve i gennemstrømningen af kassetten er blandet med farvestoffet propidiumjodid som belyses. Ved benyttelse af disse lukkede kassetter undgår man behov for rengøring af instrumentet. Målingens nøjagtighed for antallet af celler beror naturligvis på det præcise volumen. Derfor opmåles hver enkelt af disse engangskassetter. Data herfor påtrykkes 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 ChemoMetecs produkter placeret i den høje ende af skalaen omkring både kvalitet og pris.

Nogle af de unikke egenskaber er opnået ved at benytte LED som lyskilde, ligesom forstørrelse af de mikroskopiske testprøver er undgået. Derved forbedres dybdeskarpheden i billedet med større tællenøjagtighed til følge. Et digitalt kamera registrerer billedet af prøven i form af det fluorescerende lys, og optællingen af antal celler foregår så automatisk herudfra. Kvaliteten af måleinstrument er begunstiget af få bevægelige dele og stor holdbarhed. Med den nye model, NC-3000, forbedres instrumentets kvalitetsstandard og evne til at måle og skelne mellem celler (fx døde celler), hvorfor der forestår en betydelig udviklingsindsats af informatikprogrammer. En ny software-pakke (Open-Platform), som tillader kunderne at designe sine egne analyser, er under udvikling.

Engangskassetterne af plast til NC-100 er i NC-3000 suppleret med et system med engangstællekamre af glas. Afsætningen af forbrugsartiklerne vokser i takt med den samlede bestand af instrumenter, og dermed opnår man økonomisk en "Long Tail" virkning med ledsagende salg efter selve måleinstrumentet. Med den nye NC-3000 vil kunder desuden få mulighed for at få udarbejdet specielle produkter beregnet for en specifik form for prøve. Efter en yderligere forbedring af modellens robusthed vil der nu blive sat fuld fart på salgsindsatsen. I første halvår var andelen af NC-3000 nået op på 20 % af det samlede styksalg. Et gennembrud ser således ud til at være i gang for salget af den nye model, som tilbyder en markant udvidelse af registreringen af data for en prøve.

Introduktionen af andengenerationsproduktet NC-200 påregnes at udløse en udskiftning af mange af de eksisterende NC-100 instrumenter. Tiltaget må også ses som et modtræk til øget konkurrence. NC-250 er tænkt som en mindre avanceret udgave afledt ud fra NC-3000. Produktionen af NC-100 er outsourcet med undtagelse af slutmontage og forsendelse. Derimod varetager ChemoMetec selv produktionen af den store model NC-3000. Brug af underleverandører vil dog blive nødvendig, såfremt der opnås et stort spring i salget.

Salg og markedsføring styres centralt med støtte af egne specialister omkring anvendelsestekniske forhold. Etableringen af eget salg i Californien er rettet mod Life Science branchen. Selskabet søger at medvirke i udviklingsprojekter omkring analyse af stamceller, hvor NC-3000 vil kunne indgå som del af en samlet analyseplatform. I Danmark er der desuden deltagelse i et projekt med offentlig støtte inden for fertilitet, der sigter på praktisk anvendelse til både mennesker og dyr.

Kernen i virksomheden er produktudvikling og teknisk kompetence i et smalt, højt specialiseret segment. Regnskabsmæssigt aktiveres R&D-udgifter til nye modeller, og efter frigivelse til salg indledes afskrivning heraf – normalt over 5 år. Selskabets politik om en høj og upåklagelig standard i kvalitet har medført en forsinkelse i udrulningen af salget af NC-3000. Herved er det andet, store langsigtede projekt med måling af kemisk sammensætning også blevet forsinket pga. midlertidig overførsel af ressourcer. Kapacitetsmæssigt forventes intet behov for udvidelse af faciliteterne. Investeringer i materielle aktiver vil dermed forblive begrænsede.

Fremtidsudsigter

Introduktionen af NC-3000 på markedet er for alvor ved at slå igennem i salget. Det er selskabets prispolitik at indregne normal avance og således ikke tilbyde lave priser med henblik på den efterfølgende binding af kunderne mht. salg af dyrere forbrugsartikler og serviceordninger. Interessen for NC-3000 ser ud til at være meget stor, men processen med kundernes beslutning om køb er relativ lang. Designet af den kommende Open-Platform til NC-3000 er helt afgørende for at få kundernes beslutningstid reduceret. Med Open-Platform vil anvendelsesmulighederne for NC-3000 udvides betragteligt, men samtidig adresseres nu et særdeles kompetitivt marked, der domineres af store producenter af flowcytometre, som fx Becton, Dickinson and Company.

Den grundlæggende udvidelse af indsatsen inden for celleforskning giver høj vækst, herunder indsatsen mod kræft, der udgør et af tidens største segmenter inden for lægemiddeludvikling. Afsætningsmulighederne er således store men samtidig snævert definerede hos hver enkelt bruger. Større geografisk udbredelse udgør en vigtig vækstmulighed. Med NC-3000 er selskabets stilling over for den mest krævende kundegruppe for alvor styrket. Der forventes desuden allerede i 2011 færdiggørelse og introduktion af de to nye modeller, NC-200 og NC-250. Selskabet vil herigennem få opgraderet sin basismodel til en ny generation, og de positive erfaringer med NC-100 burde kunne sikre en høj gensalgssats til de eksisterende kunder. Lancering vil næppe nå at få effekt i indeværende regnskabsår (30-06), men forudsat udviklingen ikke forsinkes, vil ChemoMetec om få måneder stå med et fuldt og topmoderne produktsortiment. Herefter gælder det om at sælge, sælge, sælge. Udvidelse af salgsstaben vil derfor indgå i det næste trin i selskabets udvikling. I første omgang følges udviklingen i USA for at vurdere gennemslagskraften i salgsindsatsen her i eget regi. Ledelsens fokus må antages styrket omkring salgsindsatsen, da man nu skal dokumentere styrken ud fra det bedst tænkelige udgangspunkt rent teknisk i produktsortimentet, når de to nye modeller er klar.

Produktionen af instrumenter er ordrestyret og har i øjeblikket karakter af håndværk. Man har godt greb om produkternes opbygning og funktionsevne med ønske om topkvalitet. Output-kapaciteten i antal styk angående NC-3000, der fremstilles in-house, er begrænset. Der foreligger ingen oplysninger om det påtænkte omfang af outsourcing for de to nye modellers vedkommende, hvilket vil være naturligt henset til den eksisterende outsourcing af produktionen af NC-100. Antallet heraf er forholdsvis stort pr. år. Alt tyder på et stort løft i afsætningen af NC-3000. NC-200 og NC-250 forventes frigivet til salg inden kalenderårets udgang. Selskabet har mulighed for at få en ketchup-effekt, hvis det lykkes at få sat gang i en bølge af udskiftning. Afsætningen af forbrugsmaterialer vil derimod følge det normale tempo, da mange eksisterende NC-100 apparater vil blive udfaset.

Økonomisk set vil det give et forsinket gennemslag, idet der påbegyndes afskrivning af de akkumulerede udviklingsudgifter. Cash Flow'et vil derimod blive forbedret hurtigt. Udsigten er derfor, at selskabet i 2010/11 kan opnå et 0+ lignende resultat, hvor driften isoleret set vil være i Break Even. For det kommende regnskabsår estimerer vi et ryk i omsætningen på +10 mio. kr. (heraf 70 % apparater) og en overskudsgrad på lidt over 10 %. Vækst vil slå kraftigt igennem på indtjeningen, da der er tale om et højt dækningsbidrag (Leverage effekt). Finansielt tegner et sådant forløb til at indebære et stop for nedgangen i nettolikviditeten (likvid beholdning minus gæld og leasing) ved nulpunktet ultimo dette år, og herefter er der udsigt til en genrejsning til positive reserver, dvs. fuld selvfinansiering.

Aktien som investering

Aktien må betragtes som en avanceret men meget smalt orienteret producent af måleinstrumenter med fokus på celler. Teknologisk har selskabet placeret sig med sit eget velgennemtænkte koncept, hvilket indebærer en form for enten-eller situation: potentialet for salg er overordentligt stort, såfremt man selv formår at håndtere markedsføringen effektivt; men samtidig er der konkurrence fra andre udbydere, der anvender andre tekniske koncepter, ligesom der findes priskonkurrence via forholdet mellem apparat og forbrugsartikler+service.

Selskabet vil i løbet af nogle måneder råde over et helt fornyet og udvidet produktprogram. Dermed er der grundlag for en salgsoffensiv og et yderligere spring opad i omsætningen efter et godt skub allerede i indeværende år. Vi forventer i 2011/12 et acceptabelt overskud som næste trin opad på stigen, der burde indebære mulighed for en fordobling af omsætningen i løbet af 3 år, dvs. i 2013/14 målt i

forhold til 2010/11. Overskudsgraden vil dermed kunne blive forbedret til niveauet 20 %. Vores meget tidlige og derfor usikre langsigtede skøn for 2013/14 er 80 mio. kr. i omsætning og et EBIT-driftsresultat på 18 mio. kr. før produktudviklingsregulering.

Nutidsværdien af selskabets eksisterende og kommende produkter sammen med den specielle teknologiske base er vanskelig at vurdere. Potentialet i det næste store, igangværende projekt med kemisk analyse, der har været beskyttet af patent siden 2005 (infrarød metode, så vidt vides), er en langsigtet Joker, der ikke pt. kan vurderes. Den gældende børskurs (5,85) indebærer en kapitalisering for selskabet på 101 mio. kr., hvilket efter vores opfattelse ikke afspejler virksomhedens forretningsmæssige potentiale. Med udsigt til et "Take Off" i afsætningen og herigennem opnåelse af en i forhold til branchen normal EBIT-margin (18-25 %) er aktien særdeles spændende set 3-5 år frem. Usikkerheden indebærer pt. en discount, som vil blive fjernet i takt med dokumenteret fremgang. Risikoprofilen må betegnes som høj pga. det specialiserede teknologiske koncept. De vigtigste milepæle i den kommende tid bliver færdiggørelse og lancering af NC-200 og NC-250 i løbet af de kommende måneder sammen med salgsudviklingen for NC-3000. Aktiemæssigt er anvendelse af P/E ikke mulig pga. indtjeningen omkring nulpunktet. Indre værdi er ligeledes vanskelig at benytte pga. vægten af de store immaterielle aktiver angående produktudvikling, hvor succes i afslutningen af indsatsen og salget af apparaterne fremover bliver afgørende.

Regnskabstal

1.000 kr.	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11E	2011/12E
Omsætning	28.483	32.052	32.608	38.000	48.000
Resultat før R&D reg.	-4.987	-3.289	-3.634	0	5.000
R&D frasalg	16.340	0	0	0	0
R&D aktivering	3.412	5.349	5.378	5.000	3.000
R&D afskrivning	0	0	3.304	4.000	-5.500
Samlet R&D regulering	19.752	5.349	2.074	1.000	-2.500
EBIT	14.765	2.060	-1.560	1.000	2.500
Renter	224	550	11	-400	-400
EBT	14.989	2.610	-1.549	600	2.100
Skat	-1.759	1.988	-2.138	0	0
Nettoresultat	13.230	4.598	-3.687	600	2.100
Balance	56.055	65.164	62.716	62.000	63.000
Immaterielle aktiver	20.272	32.113	34.137	35.000	32.000
Nettofinansaktiver	5.400	7.163	4.074	0	1.000
Egenkapital	51.714	56.312	52.625	53.200	55.300
Antal ansatte	32	31	32	35	39
Pr. ansat i 1.000 kr.					
Omsætning	890	1.034	1.019	1.085	1.231
R&D regulering	+617	+167	+65	29	-64
Løn	469	499	504	514	525
Driftsoverskud (EBIT)	461	66	-49	29	64
Antal aktier mio. styk	17.370	17.370	17.370	17.370	17.370
Res. pr. aktie kr.	0,76	0,26	-0,21	0,03	0,12
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	2,98	3,24	3,03	3,06	3,18

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.

