

Konklusion

Aktien anses for en særdeles spændende langsigtet placering med minimum 3 års tidshorisont. Introduktionen af den nye topmodel NC-3000 har været mere udfordrende end selskabet havde forventet, idet kunderne har efterspurgt en såkaldt Open Platform, der gør dem i stand til at implementere egne specialanalyser i instrumentet. Open Platform softwareproduktet er under navnet FlexiCyte netop blevet frigivet til salg, hvilket bør kunne løfte salget af NC-3000 modellen. Processen med at udvikle to afløsere for selskabets stammodel til celletælling, NC-100 forløber planmæssigt, og efterfølgerne NC-200 og NC-250 formodes at være klar til lancering i løbet af 2011. Omsætningen forventes i indeværende regnskabsår fortsat at stige med 13 %, og tempoet synes at kunne stige i 2011/12. Risikoprofilen er høj, da virksomheden har en smalt defineret højteknologisk struktur. ChemoMetec kan blive mødt af et Take Over bud, som pga. ejerstrukturen og specialiseringen nødvendigvis må være venligsinde, dvs. foregå ved en direkte forhandling med de største ejere.



Aktuel Kurs: 5,2

Børs: NASDAQ OMX Small

Markedsværdi: 90,5 mio. DKK

Antal aktier: 17,402 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab offentliggøres 17-09-2011



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Prognosen om en omsætning på 37 mio. kr. (+13%) og et EBIT resultat på +/- 1 mio. kr. fastholdes efter de første 9 måneder af det forskudte regnskabsår 01-07-2010 til 30-06-2011. Udvikling af nye instrumenter til brug for analyse forløber efter planen. Software pakken Open Platform under navnet FlexiCyte til NC-3000 er blevet frigivet til salg og understøtter muligheden for at løfte salget af NC-3000.

Anbefaling:

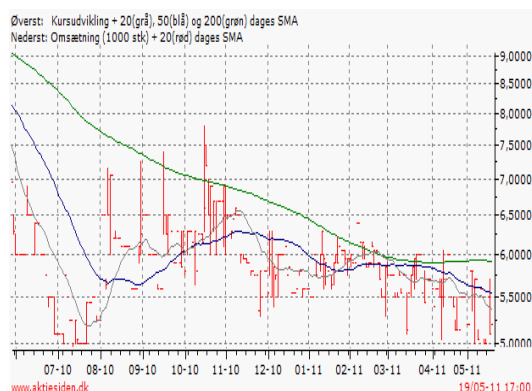
Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 5 – 8

Kursudvikling 12-18 mdr.: 9 – 12

Tidligere anbefaling: Køb/Køb 28-03-2011



12 mdr.

Høj 7,80

Lav 4,95



Muligheder

Produkterne giver store vækstmuligheder og chance for at øge markedsandelen. Nye produkter ventes klar i løbet af 2011 og 2012. Kundeefterspørgslen 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 og giver støt stigende indtægter. Projekt med kemisk analyse af indhold kan rumme store perspektiver.

Risici

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 er desuden en trussel. Den økonomiske styrke er begrænset mht. salgsindsats. 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. 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 primært i form af engangskassetter udgør cirka halvdelen af omsætningen. Brug af disse kassetter er særdeles 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 32 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 USA via et datterselskab, der er etableret i efteråret 2010. Aftaler er indgået med 22 distributører, der dækker 35 lande.

Indtægtsfordeling i Q3: Instrumenter 43, Forbrugsvarer 49, Andet 8 %. Geografisk er salget fordelt med Danmark 7, Europa i øvrigt 40, USA/Canada 27, Øvrige lande 26 %.

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

Strukturforhold: Selskabet blev stiftet i 1997 af Börkur Arnvidarson, Martin Glensbjerg og Frans Ravn. Virksomheden ligger 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 DeLaval-koncernen angående anvendelse hos de primære brugere (landmænd, mejerier, dyrlæger). Selskabets første model af eget analyseapparat, NucleoCounter NC-100, blev i 2010 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 ved 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. NC-100 står over et generationsskifte i form af NC-200 og NC-250, som hhv. benytter engangskassetter af plast og engangstællekamre af glas til analyserne. Begge de nye instrumenter er mindre avancerede versioner af NC-3000. Celltellemfunktionen 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 naturligvis 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 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 meget lav. Derved forbedres dybdeskarpheden i billedet ligesom det analyserede volumen forøges med større tælløjagtighed 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 kaldet FlexiCyte, som tillader kunderne at designe egne analyser, er netop blevet frigivet til salg.

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 registrering af data for en prøve.

Introduktionen af andengenerationsprodukterne NC-200 og NC-250 påregnes at udløse en udskiftning af mange af de eksisterende NC-100 instrumenter. Tiltaget må også ses som et modtræk til øget konkurrence. 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. Denne problemstilling skulle dog blive løst, når software-produktet Open Platform lanceres i maj måned i år. Det andet, store langsigtede projekt med måling af kemisk sammensætning er 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 gået langsommere end selskabet forventede. Det skyldes, at kunderne har efterspurgt software, der gøre dem i stand til at implementere egne specialanalyser i instrumentet. Denne udfordring er nu løst, og salget kan for alvor tage fart, idet interessen for NC-3000 ser ud til at være meget stor. Designet af FlexiCyte (Open-Platform) til NC-3000 er helt afgørende for at få kundernes beslutningstid reduceret. Med Open-Platform vil anvendelsesmulighederne for NC-3000 udvides betragteligt, og samtidig adresseres et særdeles konkurrencepræget marked, der domineres af store producenter af flowcytometre, som fx Becton, Dickinson and Company. 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 forbrugsartikler og serviceordninger med en ekstra høj avance.

Den vedvarende 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. De mindre versioner af NC-3000 i form af NC-200 og NC-250 vil indebære, at selskabet får opgraderet sin basismodel til en ny generation, og de positive erfaringer med NC-100 burde kunne sikre en høj gensalgsrate til de eksisterende kunder. Lancering ventes at få mærkbar effekt i næste regnskabsår (2011/12). Med mindre udviklingen forsinkes, vil ChemoMetec om få måneder stå med et fuldt og topmoderne produktsortiment. Herefter gælder det om at øge salget. Udvidelse af salgsstaben vil derfor indgå i det næste trin i selskabets udvikling. Satsningen med åbning af aktiviteter i USA forløber godt. Der tales om en stærk pipeline af amerikanske kunder, som nu har været bearbejdet i over et halvt år. Salgsprocessen tager normalt 6-12 måneder, og derfor ventes snart de første ordrer herfra.

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. Tæt herpå følger så et forventet gennembrud i salget af de nye modeller, NC-200 og NC-250, med opstart senest inden udgangen af kalenderåret. Hvis det lykkes at få sat gang i en bølge af udskiftning, kan salget blive løftet betydeligt. 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 +8 mio. kr. (heraf 70 % apparater) og en overskudsgrad på lidt over 3 %. 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 genrejning til positive reserver, dvs. fuld selvfinansiering.

Aktien som investering

ChemoMetec er en avanceret men meget smalt orienteret producent af måleinstrumenter med fokus på celler. Teknologisk har selskabet placeret sig med sit eget velgennemtænkte koncept. Potentialet for salg er overordentligt stort, såfremt man formår at håndtere markedsføringen effektivt. Imidlertid må der forventes konkurrence fra andre udbydere, der anvender andre tekniske koncepter, ligesom der findes priskonkurrence via forholdet mellem apparaterne og forbrugsartiklerne samt servicen.

Selskabet vil inden udgangen af kalenderåret råde over et fuldstændig fornyet og udvidet produktprogram. Dermed er der grundlag for en salgsøffensiv og et yderligere spring opad i omsætningen efter et godt skub allerede i indeværende år. Især synes der at være et stort

potentiale for salg i USA via datterselskabet her. 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, er en langsigtet Joker, der ikke pt. kan vurderes. Markedsværdien på 90,5 mio. kr. afspejler efter vores opfattelse ikke virksomhedens potentiale. Med udsigt til et stort løft i salget og herved opnåelse af en i forhold til branchen normal EBIT-margin (18-25 %) er aktien 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. De vigtigste milepæle er den netop foretagne lancering af softwareproduktet FlexiCyte, der forhåbentlig kan øge salget af NC-3000. Dertil kommer færdiggørelsen og lanceringen af NC-200 og NC-250 i løbet af 2011. Indtjeningen forventes at lande omkring nulpunktet og derfor er udregning af et P/E tal for 2010/11 ikke relevant. Indre værdi er ligeledes vanskelig at benytte pga. vægten af de store immaterielle aktiver angående produktudvikling. Succes i afslutningen af indsatsen og salget af apparaterne fremover bliver derfor afgørende.

Regnskabstal

1.000 kr.	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11E	2011/12E
Omsætning	28.483	32.052	32.608	38.000	46.000
Resultat før R&D reg.	-4.987	-3.289	-3.634	0	4.000
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	1.500
Renter	224	550	11	-400	-400
EBT	14.989	2.610	-1.549	600	1.100
Skat	-1.759	1.988	-2.138	0	0
Nettoresultat	13.230	4.598	-3.687	600	1.100
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	700
Egenkapital	51.714	56.312	52.625	53.200	54.300
Antal ansatte	32	31	32	35	39
Pr. ansat i 1.000 kr.					
Omsætning	890	1.034	1.019	1.085	1.179
R&D regulering	+617	+167	+65	29	-64
Løn	469	499	504	514	525
Driftsoverskud (EBIT)	461	66	-49	29	38
Antal aktier mio. styk	17.370	17.370	17.370	17.402	17.402
Res. pr. aktie kr.	0,76	0,26	-0,21	0,03	0,06
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	2,98	3,24	3,03	3,06	3,12

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.

