

Konklusion

ChemoMetec er en Hightech virksomhed med et væsentligt Upside. Selskabets styrke er teknologiplatformen, som er placeret helt i top. Omvendt er selskabets svaghed dets beskedne størrelse i branchen. Det underliggende marked, hvor analyseapparaterne anvendes, har høj vækst trods krisetider. Produktsortimentet er blevet udvidet og moderniseret, og dermed skifter fokus til offensiv salgsindsats. Prismæssigt ligger ChemoMetec lidt over konkurrenterne, men det kompenseres af flere unikke egenskaber i analyseinstrumenterne. Man har allerede oplevet stor efterspørgsel efter NC-3000, hvortil man har knyttet individuelle funktioner som FlexiCyte, der muliggør, at kunderne selv kan definere egne tests. NC-200 er klar til salg i oktober 2011 og suppleres af NC-250-modellen primo næste år.

Vi finder det sandsynligt, at omsætningen over 3 år kan blive fordoblet fra 37 mio. kr. i 2010/11 til ca. 80 mio. kr. i 2013/14, mens overskudsgraden kan blive forbedret til 20 %. Risikoprofilen er høj, da virksomheden har en smalt defineret højteknologisk struktur. Heri ligger dog også selskabets styrke og værdi, hvilket giver mulighed for et Take Over bud fra en konkurrents side. Ud fra ejerstrukturen og specialiseringen må det nødvendigvis være venligtsindet, dvs. foregå ved en direkte forhandling med de største ejere.



Aktuel Kurs: 5,6

Børs: NASDAQ OMX Small

Markedsværdi: 97,5 mio. DKK

Antal aktier: 17,402 mio. styk

Næste regnskab: Q1-regnskab offentliggøres 11-11-2011

Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 5 – 8

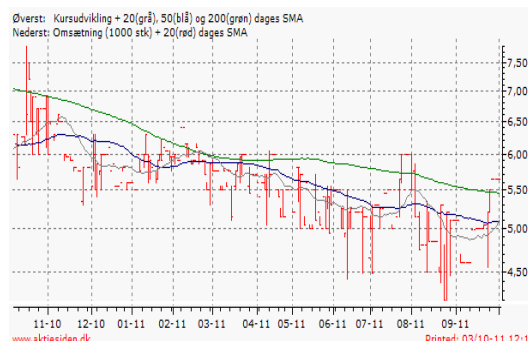
Kursudvikling 12-18 mdr.: 9 – 12

Tidligere anbefaling: Køb/Køb 24-05-2011 v/kurs 5,2



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Selskabet forventer at hæve omsætningen til 42-44 mio. kr. (fra 37,2 i 2010/11). Driftsresultatet (EBIT) forventes i niveauet 1-3 mio. kr. (0,8 i 2010/11). Produktporteføljen vil med lancering af NC-200 og NC-250 til afløsning af NC-100 blive udvidet. Ressourcer er allokeret til øget salg.



12 mdr.

Høj 7,2

Lav 4,2



Muligheder

Fornyelsen af produktsortimentet giver udsigt til vækst og højere markedsandel. Nye produkter er klar i oktober i år, primo 2012 og ultimo 2013. Kunde-efterspørgslen inden for forskning og udvikling såvel som kontrolopgaver 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. Det samme gælder indenfor 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 to største konkurrenter ikke bevæger sig ned i ChemoMetecs niche-område. 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 cirka 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.

Indtægtsfordeling i 2010/11: Instrumenter 44, Forbrugsvarer 46, Andet 10 %. Geografisk er salget fordelt med Danmark 13, Europa i øvrigt 41, USA/Canada 26, Øvrige lande 20 %.

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. En ny type, NC-200, er færdigudviklet og frigives til salg i oktober 2011. Et andet mindre apparat, NC-250, forventes færdigudviklet primo 2012. 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 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.

Beskrivelse

Produkterne kendetegnes ved en meget velgennemtænkt teknisk konstruktion med høj kvalitet og lang levetid. 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 undgår behov for rengøring.

De "in-house" udviklede maskiner omfattende NucleoCounter NC-100 og NC-3000, samt om kort tid NC-200 og 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 muliggjort ved produktet FlexiCyte. De nye instrumenter, NC-200 og NC-250, er mindre avancerede versioner, der baseres på teknologien fra NC-3000.

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 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 undgår 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. Tiltaget må 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. 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 tæller færre mulige kunder men til gengæld hurtige beslutningstagere), og landbruget/fødevarerektoren. Engangskassetterne til NC-100 (og NC-200 og NC-250) 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 efter hvert enkelt salg af et måleinstrument. Med den nye NC-3000 vil kunder desuden få mulighed for at få udarbejdet specielle produkter beregnet for en specifik form for prøve. Et gennembrud i salget af den nye model, som tilbyder en markant udvidelse af registreringen af data for en prøve, ser ud til at være i gang.

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 må også i fremtiden imødeses hård konkurrence indenfor salg af celletællingsprodukter. Konkurrenterne her 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. 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, hvilket ingen af konkurrenterne kan tilbyde, hvorfor der kan blive tale om en øget markedsandel i dette segment som følge af lanceringen af NC-200 i oktober 2011.

Det store potentiale ligger i NC-3000, hvortil der i de senere år er blevet allokeret store udviklingsressourcer. 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 imidlertid fra konkurrenterne, idet NC-3000 også giver kunderne 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. Produktionskapaciteten kan klare et stort løft i efterspørgslen. NC-200 lanceres som tidligere nævnt i oktober i år, mens man må vente til primo 2012 med at have NC-250 klar til salg. Et helt andet udviklingsarbejde omfatter et kompositionsprojekt til måling af kolesterol og kvalitetskontrol af mælk og vin er dog blevet forsinket et år som følge af fokus på lanceringen af NC-3000. Tidsfristen angives nu til ultimo 2013.

ChemoMetec er således kommet ind i en spændende fase med lanceringen af et helt nyt produktsortiment. Salget skal løftes og vise, at man har satset rigtigt med de tre nye instrumenter. Vi forventer derfor, at markedsandelen vil blive forøget væsentligt, og at udskiftningsalg af NC-100 vil 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. Lidt forenklet kan man sige, at det nu drejer det sig om salg, salg og salg samt at modificere de nye modeller i det omfang erfaringerne måtte nødvendiggøre det. Som en støtte herfor har der i 2010/11 været afsat betydelige ressourcer til salg og marketing i Danmark, Sverige, USA, Frankrig, UK, Schweiz, Polen, Kina, Japan og Korea. Disse bestræbelser løftede salget med 14 % sidste år, og prognosen for 2011/12 lyder på et yderligere løft i salget på 13-19 %. Det bør være opnåeligt. Med udsigt til et kraftigt løft i salget vil selskabets økonomiske ressourcer blive forøget og give mulighed for yderligere indsats i salgsafdelingen. Der vil desuden blive ansat en eller to ingeniører i udviklingsafdelingen. Det sker formentlig i et forsøg på at speede tempoet op i det forsinkede kompositionsprojekt.

I 2011/12 vil der blive anvendt 8-11 mio. kr. til fremadrettet investering i produktudvikling, produktionsanlæg og immaterielle rettigheder, hvilket jf. ledelsen er nødvendigt for at sikre en effektiv udvikling og patentbeskyttelse af nye produkter.

Aktien som investering

2010/11 blev året, hvor driften igen viste overskud – om end det var begrænset. Udsigten er for 2011/12 fornyet fremgang med et løft i salget på 13-19 % og en forbedring af driftsresultatet til 1-3 mio. kr. 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.

Produktporteføljen er blevet udvidet og moderniseret, hvorved næste fase er at indlede en stor salgskampagne. Det underliggende marked vokser, og derfor ser vi potentiale til 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 EBITA-driftsresultat på 18 mio. kr. før produktudviklingsregulering. Denne post må påregnes at skifte til en nettoudgift om et år.

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 97,5 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.

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.