

## Konklusion

ChemoMetec er et interessant selskab med stort potentiale. Styrken er den stærke teknologiplatform, der danner basis for de bestående produkter og udviklingen af nye analyseinstrumenter til brug for celletælling. Markedssegmenterne, der adresseres, har høj vækst og kunderne er placeret i brancher som life science, medicin, bryggeri og landbrug. Produktsortimentet udvides og moderniseres løbende og forekommer at være langt fremme udviklingsmæssigt, hvorved fokus nu kan skifte fra udvikling til en offensiv salgsindsats. Der allokeres nu ekstra udgifter til salget, idet man har ansat Steen Søndergaard fra 01-04-2012 som ny COO med hovedansvar for kommerialisering, salg og forretningsudvikling, ligesom der er udarbejdet en målrettet markedsføringsplan. Vores vurdering er, at salget kan blive fordoblet i løbet af de næste to år. Overskudsgraden forventer vi vil blive forbedret til 20 %, idet dækningsbidraget er højt og følsomheden for volumen er stor. Risikoprofilen er høj, da virksomheden har en smalt defineret højteknologisk struktur og er en lille aktør i de pågældende segmenter. Heri ligger selskabets styrke og værdi, hvilket også giver mulighed for fremkomst af 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: 4,6

Børs: NASDAQ OMX Small

Markedsværdi: 80,0 mio. DKK

Antal aktier: 17,402 mio. styk

Næste regnskab: Q3-regnskab offentliggøres 11-05-2012



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Prognosen fastholdes om et løft af omsætningen til 42-44 mio. kr. (fra 37,2 i 2010/11) og forventningen om et driftsresultat i niveauet 1-3 mio. kr. (0,8 i 2010/11). Nye softwareprodukter til NC-3000 og NC-200 forventes lanceret indenfor få uger. Den nye model NC 250 forventes færdigudviklet senest 01-04-2012. Nyt tællekammer forventes frigivet til salg i juli 2012. Tidsfristen for udvikling af en ny kompositions måler er fortsat ultimo 2013.

### Anbefaling:

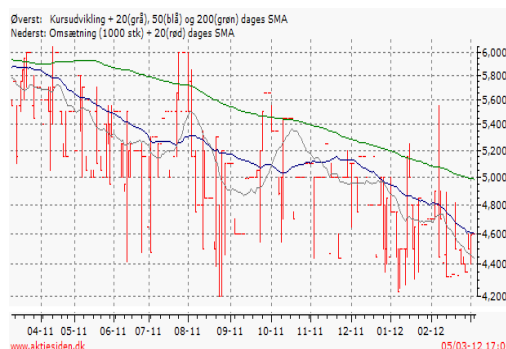
Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 4 – 7

Kursudvikling 12-18 mdr.: 7 – 10

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



12 mdr.

Høj 6,0

Lav 4,2



### Muligheder

Ændringen af selskabets produktsortiment til nye og forbedrede celletælleinstrumenter giver mulighed for at løfte salget. NC-200 tilbyder markedets mest enkle form for celletælling. NC-3000 har i en test mod et high-end flowcytometer fra markedslederen kunnet matche kvaliteten trods en enklere og billigere teknologi. Stort potentiale for ekspansion i salget i hele verden. 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

Produktudvikling har afgørende betydning, ligesom man konstant skal være på forkant i forsvaret af og registreringen 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. Med ansættelsen af en ny COO pr. 01-04-2012 øges indsatsen indenfor salget, hvilket primært er en mulighed men også en risiko i tilfælde af, at salget ikke øges efter planen. Selskabet er en lille udbyder og konkurrencen er hård. Det er især vigtigt, at de to største konkurrenter ikke bevæger sig op 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. Forbrugsartiklerne i form af kassetter i plast og tællekamre i glas udgør cirka halvdelen af omsætningen. Brug af denne metode er velfungerende, da det ikke kræver 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 har ca. 30 ansatte.

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 jf. halvårsregnskab: Instrumenter 41, Forbrugsvarer 49, Andet 10 %. Geografisk er salget fordelt med Danmark 13, Europa i øvrigt 39, USA/Canada 33, Øvrige lande 15 %.

Ledelse: Martin Glensbjerg (født 1959); Steen Søndergaard COO fra 01-04-2012; Stig Løkke Pedersen er bestyrelsesformand.

Strukturforhold: Selskabet blev stiftet i 1997 og er beliggende Allerød. Størstedelen af produktionen af apparaterne udføres internt. 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 blevet lanceret i oktober 2011. Et andet mindre apparat, NC-250, forventes færdigudviklet i første kvartal 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. Selskabet råder over 15 patentfamilier omfattende pt. 45 patenter.

Ejerforhold jf. seneste årsregnskab: 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 består af de egenudviklede celletællingsmaskiner NucleoCounter NC-100, NC-3000, NC-200 og i løbet af andet kvartal 2012 desuden NC-250 med dertil hørende engangsartikler (kassetter i plast og tællekamre i glas). I disse kassetter og tællekamre forberedes og opbevares celleprøverne under målingen, hvorved de ikke kommer i direkte kontakt med selve apparatet og dermed undgår behov for rengøring.

ChemoMetec udmærker sig ved at være en af de førende på området for celletælling med 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 og til en konkurrencedygtig pris, herunder en lav udgift til betjeningen af personale.

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 undgås ligeledes. Generelt er produkterne placeret i den høje ende af skalaen omkring både kvalitet og pris.

Teknologien forfines og videreudvikles løbende. Det oprindelige analyseapparat kaldet NC-100 er nu ved at blive udfaset og erstattet af NC-200 og NC-250 (med virkning fra Q2 2012). NC-3000 er derimod en ny generation af analyseinstrumenter, der kan udføre målinger og analysere en række nye parametre som cellecycklus, 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. NC-3000 er suppleret med et system med engangstællekamre af glas. Et gennembrud i salget af den nye model, som tilbyder en markant udvidelse af registreringen af data for en prøve, er i gang. Afsætningen af kassetter og tællekamre 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.

Produktion sker primært på fabrikken i Allerød med en 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 eftersom der i første halvår blev solgt 93 styk analyseinstrumenter.

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

Salget og især indtjeningen har udviklet sig godt i første halvår af regnskabsåret 2011/12. Lanceringen af en ny softwareversion, der kan overholde FDA's krav til life science kunders håndtering af elektronisk data, er på vej på markedet og vil understøtte efterspørgslen af NC-3000 instrumenterne. Dette instrument har klaret sig flot i en sammenligning med et dyrere flowcytometer fra markedslederen BD Biosciences, hvilket øger argumenterne for at købe NC-3000 hos ChemoMetec. Salget af NC-200 udvikler sig tilfredsstillende som en afløser for NC-100. For kunderne udmærker NC-200 sig på flere måder. Blandt andet kræves der kun én kassette til at gennemføre målingerne mod før to kassetter. Brugervenligheden er desuden øget. At der kun skal bruges én kassette til hver måling kunne indikere et fald i salget af engangsartikler, men det forventer vi ikke sker. Da brugervenligheden og kvaliteten af målingerne øges, kan det nemlig forventes, at kunderne vil foretage endnu flere prøver med fortsat høj efterspørgsel af kassetter til følge. Om det sker, er dog usikkert.

En ny kassette af glas med 8 tællekamre er ved at blive udviklet i samarbejde med en udenlandsk samarbejdspartner. Produktet ventes frigivet til salg i juli 2012. Et andet udviklingsarbejde i form af et kompositionsprojekt til måling af kolesterol og kvalitetskontrol af mælk og vin ventes færdigt ultimo 2013.

Der må også i fremtiden imødeses hård konkurrence indenfor salg af celletællingsprodukter. Konkurrenterne omfatter Invitrogen, Bio-Rad, Nexcelom, Millipore, NanoEnTek og Innovatis. For ChemoMetec, som estimeres at have en global markedsandel på 5-9 %, er det vigtigt hele tiden at udvikle sig som virksomhed med løbende lancering af nye produkter. Selskabets strategi herfor forekommer at være veldefineret og føres ud i et tempo, som den økonomiske formåen rækker til.

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 præcise celletællinger. ChemoMetec tilbyder også software til databehandling ud fra denne sektors standard.

Produktmæssigt forekommer ChemoMetec at stå godt i konkurrencen med de øvrige udbydere. Nu skal salget 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.

Perspektivet for afsætningens udvikling er særdeles lovende i kraft af en total fornyelse og udvidelse af analyseinstrumenterne. Samtidig vil det nye NC-3000 kunne tage kampen op med de dyrere flowcytometre, og udvidelserne omkring analyse af kvalitetsegenskaber for celler indgår som en anden vigtig parameter for kundernes interesse.

Ledelsen satser nu målrettet på at udnytte disse muligheder og ansættelsen pr. 01-04-2012 af Steen Søndergaard som COO er udtryk for en ekspansiv linje. Desuden har man udarbejdet en markedsføringsplan, som omfatter annoncering for det nye NC-200 produkt i en række relevante magasiner, ligesom der fokuseres på markedsføring via elektroniske medier.

## Aktien som investering

Økonomisk forløber tingene efter planen hos ChemoMetec. Det likvide beredskab udgør 7,4 mio. kr., hvortil kommer en uudnyttet kreditfacilitet på 5,0 mio. kr. Det ser desuden ud til at 2011/12 vil udvise et driftsoverskud på 1-3 mio. kr., idet der i første halvår er konstateret et driftsoverskud på 1,4 mio. kr.

Produktporteføljen er blevet udvidet og moderniseret, og man er nu klar til næste fase med fokus på øget salg. De underliggende markeder hos kunderne vokser generelt set. Det afgørende for ChemoMetec er dog selskabets individuelle konkurrenceevne for dets produktkoncept. Vi mener, at der er potentiale til en fordobling af omsætningen i løbet af de to næste regnskabsår (2012/13 og 2013/14). Overskudsgraden vil dermed kunne blive forbedret til niveauet 20 %, da dækningsbidraget er meget højt på både instrumenter og forbrugsartikler. Sidstnævnte vil så efterfølgende vokse af sig selv som en følgevirkning. Vores foreløbige estimat for 2013/14 er 80 mio. kr. i omsætning og et EBITA-resultat på 18 mio. kr. før produktudviklingsregulering. Denne post må efter afslutning af produktfornyelsen påregnes at skifte til en nettoudgift.

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 80 mio. kr. synes ikke at afspejle 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	42.000
Resultat før R&D reg.	-4.987	-3.289	-3.634	-230	3.000
R&D frasalg	16.340	0	0	0	0
R&D aktivering	3.412	5.349	5.378	5.192	5.500
R&D afskrivning	0	0	-3.304	-4.189	-6.000
Samlet R&D regulering	19.752	5.349	2.074	1.003	-500
EBIT	14.765	2.060	-1.560	773	2.500
Renter	224	550	11	-544	0
EBT	14.989	2.610	-1.549	229	2.500
Skat	-1.759	1.988	-2.138	-121	-625
Nettoresultat	13.230	4.598	-3.687	108	1.875
Balance	56.055	65.164	62.716	60.779	65.000
Immaterielle aktiver	20.272	32.113	34.137	36.843	34.000
Nettofinansaktiver	5.400	7.163	4.074	3.008	3.000
Egenkapital	51.714	56.312	52.625	52.710	54.600
Antal ansatte	32	31	32	33	31
Pr. ansat i 1.000 kr.					
Omsætning	890	1.034	1.019	1.128	1.355
R&D regulering	+617	+167	+65	+30	-16
Løn	469	499	504	533	522
Driftsoverskud (EBIT)	461	66	-49	23	80
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.