

ChemoMetec er en særdeles interessant langsigtet investeringsmulighed

- Det nye state of the art high-end billedcytometer Xcyto 10 forventes lanceret i fuld skala ultimo 2017. Det følges kort efter op af Xcyto 5 (dog med begrænset salg i starten), der er en væsentlig billigere model tilpasset kundernes behov for celleanalyse.
- Billedcytometri vil udfordre den eksisterende teknologi med flowcytometri, der repræsenterer et marked på 10-20 mia. kr. i omsætning og en vækst på 5-10 %. Metoden med billeder optaget via brug af fluorescens giver helt nye analysemuligheder, herunder direkte håndtering af fastsiddende celler.
- Ledelsen anfører, at der må påregnes et langstrakt introduktionsforløb for de nye måleinstrumenter, før afsætningen for alvor vil tage fart. Der forventes således kun solgt 1-5 af Xcyto 10 modellen i regnskabsåret 2017/18. Guidance for omsætning og indtjening i dette nye regnskabsår må anses for opstillet ud fra en meget forsigtig vurdering.
- Markedet er enormt for de nye instrumenter til celleanalyse. Samtidig vokser interessen for brug af både celletællere og analyseudstyr inden for kræftbehandling med stamceller. Medicinsk forskning og udvikling giver ligeledes vækst i efterspørgslen.
- Xcyto 10 og Xcyto 5 skal nu vise deres styrke og evne til at erobre markedet fra flowcytometre. Indledningsvis gælder det for ChemoMetec om at uddistancere den eksisterende teknologi og erobre kunderne. Såfremt det lykkes at bide sig fast inden for celleanalyse og at ændre markedsstrukturen, må der forventes aktive modtræk fra de gamle konkurrenters side.
- Selskabet og dermed aktien befinder sig i et spændende punkt lige før "take off". Såfremt der kan opnås et spektakulært gennembrud for billedcytometri med de to nye instrumenter Xcyto 10 og Xcyto 5, vil selskabet i løbet af få år kunne gennemgå en rivende udvikling og bevæge sig op på et langt højere niveau i aktivitetsomfang og indtjening end det nuværende. Vi mener, at odds er gode for succes ud fra en vurdering af selskabets produkter og den kommercielle præstationsevne. Aktien vurderes derfor som en attraktiv langsigtet placeringsmulighed med en tidsramme på 3-5 år.
- I kraft af selskabets positive udviklingsmulighed baseret på en ledende position i nichen for udstyr til fluorescensbaseret mikroskopfotografering må der være betydelig interesse fra konkurrentens side for at overtage selskabet. Strukturen på ejersiden indebærer, at et eventuelt take over bud kræver forhandling med de største ejere, altså et såkaldt venligt tilbud.

Aktuel Kurs: 30

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 470 mio. DKK

Antal aktier: 15,670 mio. styk (udestående)

Næste regnskab: Q1 den 09-11.



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår.

Der forventes en omsætning i intervallet 97-103 mio. kr. (+7-14 %) og et EBITDA-bidrag på 15-25 mio. kr. (2017/18: 15,9 mio. kr.). Indsatsen i produktudvikling og investeringer angives til at blive på 10-15 mio. kr. Salget af det nye spidsprodukt Xcyto 10 forventes kun at udgøre 1-5 styk. Indfasningen salgsmæssigt angives til at blive langsom, da der er tale om et særdeles avanceret analyseapparat, der benytter billedcytometri i stedet for den gængse metode med flowcytometri.

Anbefaling:

Kort sigt: Køb (Hold)

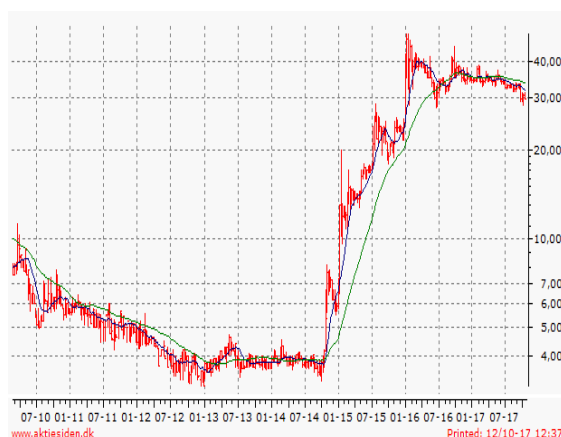
Langt sigt: Køb (uændret)

Kursudvikling 0-6 mdr.: 30 – 50 (tidligere 30-45)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 45 – 75 (uændret)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb 03-03-2017 ved 33,5

Høj / Lav 12 måneder: 38,5 / 28,8. Kursudvikling siden 2010:



Muligheder

Produktprogrammet til celleanalyse skal nu vise sin styrke. Billedcytometri udfordrer den eksisterende teknologi og åbner helt nye muligheder for indsigt og effektivitet. Xcyto 5 modellen vil tilbyde en unik billedanalyse til relativ lav pris og kan dermed udvide markedet. Selskabets produktrettigheder kan vise sig at udgøre en "must have" barriere for konkurrenterne. Potentialet forekommer enormt. Diagnostisk brug udgør et tilgrænsende område med høje krav (FDA).

Risici

Konkurrenternes modtræk og tilbud baseret på anden teknologi er en afgørende udfordring. Man følger hver sit spor. Brugernes behov og valg bliver afgørende. Den traditionelle flowcytometri udfordres af den nye form for billedcytometri men har fordel af mange års brug og store databaser. Den nye billedanalyse skal først udbredes, og selskabets begrænsede økonomiske ressourcer tillader ikke en massiv salgsoffensiv. Patenter udgør et vigtigt punkt, og de skal forsvares ved eventuelle angreb.

Facts om ChemoMetec

- ChemoMetec blev etableret i 1997. Hovedsædet er placeret i Allerød, hvor udvikling og fremstilling af måleinstrumenter og forbrugsmaterialer finder sted. Bygningen på 6.500 KVM blev købt medio 2015, og der er plads til en betydelig udvidelse af aktiviteten. Der benyttes underleverandører til eksempelvis elektronik og plastdele. Samling og kontrol af instrumenterne udføres normalt af selskabet selv. Selskabet beskæftigede i 2016/17 gennemsnitlig 65 medarbejdere (op fra 46, der var op fra 39 året før). Væksten er således høj. Hertil kommer et antal medarbejdere på konsulentbasis, herunder en af stifterne af selskabet. Antallet af medarbejdere i de udenlandske salgsenheder er i årets løb øget fra 11 til 15, hvoraf 10 er placeret i USA.
- Salg og support udføres i stigende omfang direkte fra hovedkontoret i Danmark, ligesom der er egne sælgere og supportere i England, Tyskland, Frankrig og Holland. Sidstnævnte blev etableret i første halvår 2016 og herfra serviceres udover Benelux også Israel. Salget i USA/Canada varetages af et datterselskab i Davis, Californien, og et nyåbnet kontor i New York, der også håndterer lager og logistik i USA. Det var tidligere outsourcet. Markedet i USA er centralt både mht. størrelse/potentiale og angående udviklingen i brugen af ny teknologi og analyseinstrumenter inden for cellevurdering, herunder anvendelse relateret til kræftbehandling. I Asien anvendes fortsat distributører som mellemed, men ledelsen overvejer selv at forestå salget i udvalgte lande. Salget i Asien er koncentreret om Kina, Taiwan, Korea og Japan. Vækstmulighederne i Asien er meget store.
- Strategien i salgsindsatsen blev ændret for seks år siden ved etablering af et datterselskab i USA, således at man selv overtog opgaven. Baseret på succes med denne linje er der trinvist indført en tilsvarende struktur i Europa. Det har bidraget til at løfte salget markant og forbedret betjeningen af kunderne til gavn for disse såvel som selskabet selv i form af mere feedback. Ændringen har været afgørende og succesfuld selv om det medfører stigende faste udgifter i salgsleddet. Det opvejes af lavere udgifter til forhandlere, der har vist sig at have svært ved at håndtere salget af avancerede analyseapparater. Styrkelsen er afgørende for at kunne løfte selskabet op på et nyt niveau med udvidelsen inden for apparater til analyseopgaver.
- ChemoMetec udvikler, producerer og sælger analyseinstrumenter til celletælling og celleanalyse (cytometri) baseret på en patenteret teknologiplatform. Selskabet råder over 18 patentfamilier, hvoraf der er udtaget 67 patenter, heraf 18 i USA. Der er indtil videre indgivet tre nye ansøgninger vedrørende det nye Xcyto 10 apparat. Nye analyseinstrumenter og relateret software udvikles og tilpasses løbende for at leve op til kundernes behov og myndighedernes krav. Software har stigende betydning, idet man udvider inden for analyse af celler ud over tælling. Til analyseinstrumenterne anvendes forbrugsartikler i form af kassetter, glas-slides og kemiske reagenser. Der opstår således et afledt salg af forbrugsvarer for hvert leveret nyt måleinstrument.
- Det første produkt, celletælleren NC-100, kom på markedet i 2001. NC-200 fra 2011 er fulgt op af NC-250 fra 2013 og NC-3000 (lanceret i 2010 med anvendelse af billedcytometri i stedet for den normale flowcytometri, og det kan ud over tælling også klare en række analysefunktioner). Desuden sælges en række branchespecifikke instrumenter kaldet SP-100, YC-100, SCC-100 og SCC-400. Sidstnævnte blev lanceret i 2015. Xcyto 10 er nyudviklet og blev delvis frigivet til salg i november 2016. Det fandt sted ud fra ønsket om sikkerhed for funktionalitet og kvalitet samt datahåndteringen. Der er tale om avancerede analyseopgaver.
- Oprindeligt fokuserede ChemoMetec på markedet for celletælling, men med de nye instrumenter har man udvidet aktiviteten til også at omfatte celleanalyse. Dette marked vurderes til at være ti gange større end markedet for celletælling. Instrumenter til celleanalyse er meget komplicerede, og kunderne stiller høje og meget varierende krav. Selskabet skal på sin side kunne håndtere salg og efterfølgende support. Henset hertil er strategien om selv at varetage salget vigtig. Distributørernes evne til at markedsføre og sælge ChemoMetec's avancerede produkter begrænses af deres tekniske viden, ligesom de forhandler en række andre produkter. Kunderne kræver dyb teknisk indsigt før købet af denne nye type instrument. Prisen for Xcyto 10 ligger oppe på 1-2 mio. kr., og dette forhold indebærer i sagens natur en besværlig beslutningsproces, altså langstrakte salgsforløb.
- Kunderne findes inden for pharma-, biotek-, fødevarer-, bryggeri-, mejeri-, landbrugsvirksomhed og forskningsinstitutioner.
- Salgsfordelingen i det seneste regnskabsår var: **1) Geografisk:** Europa inkl. Danmark 42%, USA/Canada 41%, resten af verden (Asien) 17%. **2) Produktkategorier:** Instrumenter 53%, Forbrugsvarer 44%, Andet 3%. **3) Opgjort på 4 kundesegmenter:** Pharma/Life Science 73%, Sædanalyse 17%, Ølproduktionsanalyse 5%, Mælkeanalyse 2%, Andet 3%.
- ChemoMetec deltager i enkelte sponserede forsknings- og udviklingsprojekter, hvor selskabets teknologi søges benyttet, eksempelvis til undersøgelse af menneskets sædkvalitet og kræftceller. Der er tale om projektbevillinger/-aftaler.
- Ledelse: Michael Eising (1967) er administrerende direktør. Advokat Preben Kønig (1950) er bestyrelsesformand. Martin Glensbjerg (1959; medstifter af selskabet) er næstformand i bestyrelsen.
- Aktionærforhold: Ved regnskabsårets afslutning havde selskabet 3.562 navnenoterede aktionærer, der repræsenterede 97% af selskabets aktiekapital. To år tilbage havde selskabet 1.492 navnenoterede aktionærer. Følgende aktionærer ejer over 5 % af aktierne: ChemoMetec Holding A/S 31%, Michael Eising 6%, Anders Hansen 5%, mens selskabet ejer egne aktier svarende til 10% af aktiekapitalen. Der er i alt udstedt 17.402.479 aktier (15,67 mio. er udestående).

Produktkoncept og ekspansionsmuligheder – fra celletælling til celleanalyse

Kernepunktet i ChemoMetec's produktkoncept er brug af fluorescerende reagenser placeret i en lukket prøvebeholder, som indføres og fotograferes i måleinstrumentet, hvorefter billedet analyseres automatisk. Ved at placere prøven i en lukket beholder undgår man direkte kontakt med måleinstrumentet, der derfor ikke skal rengøres eller valideres (nulstilles). Det er en klar fordel, at instrumentet viser den faktiske prøve, som derfor kan studeres direkte og ikke frembringer indirekte data fra en laser-måling, hvilket er tilfældet i analyser udført med traditionel flowcytometri. Metoden giver mulighed for hurtig og nem gennemførelse af analysen, dvs. høj effektivitet. De nye modeller kan udføre et meget stort antal prøver i timen. For kunderne er det afgørende at råde over let anvendeligt udstyr med konstant driftsevne uden afbrud, så hensyn til udførelsen af tests ikke vil forstyrre driften af virksomheden (fx kvalitetskontrol før frigivelse af en varesending). Her har ChemoMetec's apparater vist sig særdeles robuste, og kunden behøver ikke at budgettere med løbende udgifter til servicebesøg. Dybest set er det effektivt laboratoriearbejde, som ChemoMetec leverer løsninger til. I takt med udvidelsen af analysefeltet indgår software og databaser som afgørende dele i opgaver med automatisk fastlæggelse af cellernes egenskaber.

Udgangspunktet var tælling af celler i væsker som led i især kvalitetskontrol. Opgaver i dette virkefelt omfatter eksempelvis mælk, øl og sæd (sikring af det ønskede antal sædceller i portioner til kunstig insemination). I tidens løb er interesseområdet udvidet, og Life Science i bred forstand udgør nu det største segment i brugen af instrumenterne. I dag er ChemoMetec førende inden for celletælling, men dette marked er af begrænset størrelse.

Næste trin i selskabets udvikling er rettet mod det langt større segment for analyse af celler, såkaldt cytometri. Dette markeds omsætning vurderes til at være 10 gange større end tælling af celler. Her benyttes ligeledes fluorescerende stoffer i et større antal end ved tælling. Ledelsen mener, at der foreligger store udviklingsmuligheder fremover for brug af denne metode, dvs. potentialet kan være stort. Opgaverne er imidlertid mere komplicerede og varierer fra kunde til kunde. Det omfatter identifikation af de enkelte celler (afgrænsning), klumpning og afdækning af et stigende antal egenskaber. Fordelen ved fotografering er, at der fremkommer et direkte billede på en computerskærm i modsætning til flowcytometri, som benytter laserteknologi til at fastlægge cellernes faktiske forhold på grundlag af de opbyggede referencedata (indirekte gengivelse og brug af en teoretisk modelbeskrivelse).

ChemoMetec's første instrument til celleanalyse (og også tælling) var NC-3000 fra 2010. Det er opkoblet til en PC for fremvisning og behandling af billeder af prøverne. Der er derfor udarbejdet software til håndtering af disse opgaver og videre databehandling med arkivering osv. Det nyudviklede high end billedcytometer Xcyto 10 har taget udgangspunkt heri, men der er tale om en helt ny model med meget bred brugerflade, der kan håndtere mere end 10 egenskaber for en celle. Ud over prøver placeret i en glasbeholder kan Xcyto 10 også anvendes direkte til håndtering af fastsiddende (adherente) celleprøver placeret på små glasplader, altså faste prøver. I flowcytometre skal en sådan celleprøve først flyttes og forbehandles, før den kan bevæges op igennem dette apparats målerør. Netop på dette punkt forventes Xcyto 10 at kunne uddancere de kendte apparater. Der er tale om en afgørende forbedring af analysearbejdet, ved at celleprøven ikke påvirkes af en forbehandling, hvilket er tilfældet ved flowcytometri. Afgrænsning af celler er ligeledes mulig.

Der er således lagt op til et decideret indtog med en unik teknologi i markedssegmentet for celleanalyse. Xcyto 10 gennemgår fortsat en testfase hos få udvalgte brugere med henblik på at optimere måleinstrumentet og den tilhørende software. Selskabet søger via stram indfasning at minimere børnesygdommene på Xcyto 10, før salget sættes fuldt i gang. Guidance lyder på salg af kun 1-5 styk i 2017/18.

Produkterne

ChemoMetec tilbyder en målrettet produktportefølje af instrumenter til celletælling og -analyse. Instrumenterne udvikles løbende, så de altid lever op til kundernes behov og myndighedernes skærpede krav. Fælles for instrumenterne er, at de benytter lukkede engangskassetter eller engangsanalysekamre, reagenser og kits, hvilket indebærer et stort salg af forbrugsartikler. Instrumentet kommer ikke i kontakt med prøven, der befinder sig inde i denne kassette/glasbeholder, og det skal derfor ikke rengøres eller kalibreres. Jo flere instrumenter der sælges, jo større volumen af forbrugsartikler bliver der brug for efterfølgende. Den samlede og hele tiden voksende bestand af instrumenter og antallet af udførte analyser på hvert af dem bestemmer udviklingen i salget af forbrugsartikler. Instrumenterne er lette og hurtige at anvende, ligesom de har vist sig at have meget lang levetid, hvilket resulterer i stor afsætning af forbrugsartikler. Omvendt kendetegner det ChemoMetec's profil, at prisen er høj for instrumenterne. Man konkurrerer ikke på pris men på kvalitet og brugervenlighed, så der samlet set opnås en lav udgift per udført analyse. Den samlede pris for hver analyse er især konkurrencedygtig, da der ikke er behov for de skemalagte servicebesøg, som mange andre udbydere kræver. Samtidig indtræffer der meget sjældent driftsmæssige afbræk med instrumenterne hos kunden, og det er vigtigt for dem konstant at kunne udføre nøjagtige analyser nemt, hurtigt og effektivt. Driften skal fungere hele tiden uden problemer i moderne virksomheder og laboratorier.

Celletælleren NC-100 kom på markedet for 15 år siden og er selskabets oprindelige produkt. NC-100 familien er siden blevet udvidet med de branchespecifikke instrumenter SP-100, YC-100, SCC-100 og SCC-400. Sidstnævnte blev lanceret i 2015. SP-100 anvendes til produktions- og kvalitetskontrol af dyresæd. Trods mange år på markedet sælger dette instrument fortsat godt, og her er det salget af forbrugsartikler, der bidrager godt til omsætningen. Der er tale om et nichemarked med begrænset konkurrence og høje krav til

præcision, hvor ChemoMetec anses for at være ledende med en høj markedsandel. YC-100 anvendes på bryggerier til produktionskontrol af øl, mens SCC-100 og SCC-400 anvendes på mejerier til kvalitetskontrol af mælk.

Salget af NC-100 er helt som forventet nedadgående, idet det overtages af den nye og forbedrede udgave NC-200 (lanceret i 2011). Anskaffelsesprisen er højere end tilsvarende produkter fra konkurrenterne, men det opvejes at lavere løbende udgifter. Her er der kun brug for én kassette pr. måling mod to for NC-100. NC-200 er primært rettet mod life science research markedet. I dette virkefelt er der en rivende udvikling i gang i USA med anvendelse af instrumentet i forbindelse med nye metoder til individuel behandling af kræft ved hjælp af udtagne T-celler fra patienten, der så opformeres og sættes tilbage i kroppen for at bekæmpe kræften. I dette procesforløb er der behov for kontrol af cellevæksten gentagne gange, hvilket indebærer behov for mange analyser, dvs. en stor mængde forbrugsartikler.

NC-250 er et high-end celletællingsinstrument, der benytter engangstællekamre af glas. NC-250 udmærker sig ved lav pris og lave analyseudgifter samlet set og er specielt udviklet med henblik på salg i Asien. NC-250 blev udviklet på grundlag af teknologi fra selskabets dengang mest avancerede instrument, NC-3000.

NC-3000 har været ChemoMetec's spidsprodukt og første instrument med analysefunktioner (cytometri). Der blev anvendt store udviklingsudgifter på projektet, herunder software til håndtering af data fra analyserne, der vises på en opkoblet PC. Det nye Xcyto 10 vil dog nu placere sig som spidsproduktet, når det frigives fuldt til salg efter den igangværende fase med begrænset testorienteret brug hos en snæver kreds for at gøre instrumentet helt færdigt. NC-3000 anvender billedcytometri i modsætning til de eksisterende apparater fra konkurrenterne, der benytter flowcytometri ved målingerne. Selv om det er komplicerede apparater, er de meget brugervenlige med en fleksibel analyseplatform, der gør det nemt, hurtigt og effektivt at udføre komplicerede og hidtil meget tidskrævende analyser. NC-3000 kan anvendes til både celletælling og –analyse. NC-3000 sælges til et segment af kunder med ønske om høje tekniske egenskaber, og de er parat til at acceptere en væsentlig højere anskaffelsespris. NC-3000 kan i kraft af sin brugervenlighed opstilles decentralt på de steder, hvor der er behov for at foretage og vurdere en analyse - i modsætning til centrallaboratorier. Det er en vigtig salgsparameter. Xcyto 10 vil få en langt højere pris og være rettet mod anvendelse på de mest avancerede laboratorier og steder med forskning.

ChemoMetec's egne folk forestår i stigende grad salget af disse specialiserede instrumenter, da der kræves dybtgående viden om mulige analyseopgaver, de tekniske begrænsninger og brug inklusive forståelse af de indsamlede data. Til NC-3000 tilbydes software, som opfylder kravene (21 CFR Part 11) fastlagt af de amerikanske sundhedsmyndigheder, FDA. Det er afgørende for brugernes køb af NC-3000. Tilsvarende er der udarbejdet software til Xcyto 10, og det påregnes at være en vedvarende proces pga. udvidet anvendelse.

ChemoMetec står selv for produktionen af analyseinstrumenterne. Det sikrer høj kvalitet og fuld kontrol med produktet. Man køber dog standardkomponenter og benytter underleverandører til fremstilling af eksempelvis printkort, ligesom plastdelene i kassetteproduktionen, glasdele og kemikalier leveres af udvalgte firmaer. Al produktion, montage, justering og kvalitetskontrol udføres i Allerød.

Siden 2001 har ChemoMetec solgt mere end 3.500 instrumenter. I 2016/17 blev der leveret mere end 500 styk (+ 10 %). Levetiden er lang, og baseret på salget af forbrugsmaterialer tyder det på, at meget få instrumenter er taget ud af brug.

Inden for det eksisterende område med celletælling og simpel celleanalyse arbejder man med udvikling af to nye modeller. Det drejer sig om NC-202, der forventes lanceret i 2018. NC-202 er en forbedret udgave af den meget succesfulde NC-200, hvor der anvendes et forbedret kamera og er adgang til brug af software fra Xcyto-10. Dermed får instrumentet udvidet sit virkefelt og den kvalitetsmæssige profil væsentligt, hvorved det kan blive et særdeles godt produkt for kunderne og dække det nedre segment under Xcyto-5. Samtidig vil det udvide anvendelsen med nye funktioner og føre til forhøjede krav og normer hos brugerne, altså løfte markedet på længere sigt.

Herudover er NC-High under udvikling som en ny model beregnet til håndtering af store mængder af analyser, eksempelvis kvalitetskontrol. Tidsmæssigt angives ultimo 2018 som det tidligst mulige for lancering, idet kræfterne er sat ind på NC-202.

Lanceringen af analyseinstrumenterne Xcyto 10 og Xcyto 5 indledes ved årsskiftet

Selskabets indtog på markedet for celleanalyse er for alvor ved at tage fart, idet de to nye og epokegørende billedcytometre Xcyto 10 og Xcyto 5 er ved at være klar til markedsføring. Der er tale om særdeles avancerede apparater, som er i stand til både at behandle celler i væsker og adherente celler (fastsiddende på en overflade, fx glasslides). Med denne egenskab åbnes helt nye muligheder for analyse af celler, og da der er tale om en løbende udvikling baseret på den praktiske anvendelse ved forskning og ude hos kunder med driftsopgaver, vil der i de kommende år fremkomme en række udvidelser af disse instrumenters funktioner. Det forudses allerede nu, at antallet af målbare parametre vil blive udvidet væsentligt i de kommende år, og derfor er software setup'et åbent for udbygning. Tilsvarende kan der blive tale om mere individuelle løsninger ved support fra selskabet til den pågældende kunde, hvilket vil give mulighed for udnyttelse af denne erfaring til håndtering af lignende opgaver for andre kunder efterfølgende.

Xcyto 10 instrumentet fremstår som en helt ny type men baseres på videreudvikling med grundlag i erfaringerne fra NC-3000. Egenskaberne er forbedret markant omkring følsomhed og antal parametre, idet det er muligt at undersøge op til 10 egenskaber på en gang. Apparatet er konstrueret med 36 kanaler, hvilket er 3 gange mere end kendt i dag, dvs. meget større fleksibilitet. Disse kanaler

muliggør brug af varierende fluorescensstoffer. Da der er tale om en nyskabelse, skal behov og muligheder først udmønte sig i praksis, herunder afsøgning af grænserne for instrumentets anvendelsesmuligheder og fortrin/ulempen i forhold til flowcytometri.

Softwaresiden indgår med stor vægt, da de indsamlede data skal sorteres og undersøges, hvilket søges udført ved automatiske funktioner i videst muligt omfang, så den tidskrævende manuelle del af undersøgelsesarbejdet minimeres. ChemoMetec søger i samarbejde med udvalgte kunder at afdække deres behov og ønsker til brug af de nye målemuligheder for at gøre anvendelsen af Xcyto 10 bedst mulig. Det er en åben proces, som vil fortsætte og løbende kræve tilføjelser til IT-funktionerne.

Xcyto 5 forventes klar til test ved årsskiftet hos en kreds af kunder. Det er en mindre kompliceret udgave af Xcyto 10 med en fast forstørrelse af billedet, som anvendelsesmæssigt vil dække behovet for de fleste kunder. Software platformen er den samme for de to instrumenter. Xcyto 10 forventes især solgt til anvendelse hos de absolutte topbrugere med maksimale krav til opgavens udførelse.

Prisen for de to modeller påregnes at ligge på knapt 1,0 mio. kr. for Xcyto 5, mens Xcyto 10 koster op mod det dobbelte. Mens Xcyto 5 udfordrer gængse flowcytometre med stort styksalg, er Xcyto 10 prismæssigt placeret i underkanten af de mest avancerede flowcytometre. Som følge af prisniveauet vil salgsprocessen være langstrakt, da kundernes købsbeslutning vil blive overvejet nøje og ofte skal der bevilges beløb i et budget eller søges om tilskud fra fonde til anskaffelsen for offentlige institutioners vedkommende. Rent fagligt er der stor spænding om kundernes syn på de nye muligheder for håndtering af adherente celler, da det er en helt ny metode.

Selskabet har lavet "go-to-market" planer for udrulningen af salget, og det indikeres, at der vil blive tale om en trinvis proces med hensyntagen til ønsket om at sikre fejlfri funktion af instrumenterne. Størrelsen af det segment instrumenterne henvender sig til angives til at udgøre en årlig omsætning på 10-20 mia. kr. og en vækstrate på 5-10 %. Udvidelse af markedet er en mulighed qua de nye funktioner og angående udbredelsen af nye former for anvendelse, fx stamcellebaseret kræftbehandling hvor der pågår en rivende udvikling.

ChemoMetec vil nu udfordre de store konkurrenter i det eksisterende marked for flowcytometri. Disse apparater har været brugt i mange år, og det indebærer fordele omkring kendskab og de oparbejdede databaser samt erfaringer med metoden. Xcyto 10 og Xcyto 5 har således et stort marked at tage fat på i et forsøg på at implementere anvendelsen af en ny og bedre teknologi. Omvendt vil de etablerede producenter naturligvis forsvare deres lukrative forretning. Intensiv konkurrence må derfor forventes, men det har altid været ChemoMetec's strategi ikke at konkurrere på pris men på kvalitet og lave samlede udgifter per udført analyseopgave. Kampen vil begynde ved årsskiftet. Xcyto 5 vil indledningsvis blive holdt i stram snor for at sikre sig mod børnesygdomme og tilføje eventuelle forbedringer i lighed med metoden for Xcyto 10, der nu er ved at være klar til salg uden begrænsninger. Selskabet har forberedt sig til at klare selve produktionen, idet der forventes en forholdsvis langsom indtrængning i den første fase, indtil der er opnået gode erfaringer med praktisk anvendelse ude hos kunderne. Til gengæld kan der så fremkomme et boost i styksalget (og dermed de nødvendige forbrugsmaterialer efterfølgende), såfremt de to måleinstrumenter kan markere sig som banebrydende. Det kan hurtigt føre til ønske i laboratorierne om tilføjelse af disse nye instrumenter for at udvide undersøgelsesmulighederne. Kunderne må så drosle ned for udskiftningen af flowcytometre, idet de må optimere værdien af deres ramme for anskaffelser.

Fremtidsudsigter omkring et muligt kvantespring ved indtoget i markedet for celleanalyse

I de sidste tre regnskabsår er omsætningen fordoblet fra 45 til 90 mio. kr., og personalestaben er udvidet fra 35 til 65. Forbedret salgseksekvering via målrettet indsats med egne folk har ført til den flotte udvikling. På efterspørgselsiden har der været pæn vækst og interesse for nye anvendelsesformer inden for Life Science, hvor stamcellebaseret kræftbehandling giver et stort behov for målinger.

Samtidig er der udført en imponerende indsats i produktudviklingen af billedcytometrene Xcyto 10 og Xcyto 5. I løbet af det kommende 3-6 måneder forventes begge frigivet til salg, og ChemoMetec vil dermed indlede en salgsoffensiv inden for udstyr til celleanalyse. Evnen til at håndtere fastsiddende celler udgør en spektakulær ny egenskab, da flowcytometri ikke kan udføre dette direkte - og alternativet er manuel mikroskopi. Effektiviteten og dækningen med flere målbare parametre forbedres markant med disse billedcytometre.

Antallet af solgte Xcyto 5 instrumenter forventes at blive mange gange større end topudgaven Xcyto 10. Ud fra selskabets regnskab fremgår det, at den gennemsnitlige salgspris på de nuværende instrumenter ligger på niveauet 100.000 kr. Listepriisen på den dyreste model, NC-3000, er sat til ca. 300.000 kr. Aktiviteten med disse instrumenter vil fortsætte ufortrødent og udvides mest muligt, da det er her man skal tjene pengene til at klare opgaven med at løfte virksomheden op på et nyt og højere niveau.

Størrelsen af det marked, som man nu vil tage hul på, vurderes til at have en omsætning på 10-20 mia. kr. med en vækst på 5-10 %. Styksalget af flowcytometre skønnes at udgøre ca. 5.000 om året, men en stor del af disse er billige udgaver, som Xcyto 10 og 5 slet ikke vil adressere. Her vil den kommende NC-202 muligvis kunne gøre sig gældende som et nyt alternativ.

God teknisk præstation af instrumenterne i praktisk brug er første krav for at skabe succes. Det indebærer forsigtighed fra kundernes side i deres beslutning om anskaffelse af det helt nye instrument, indtil der er opnået en form for "blåstempling" og positive referencer. Det kan tage tid, da der er tale om forsøg på at indføre et regulært skift over til en ny teknologi end den indarbejdede flowcytometri. Selskabet

forventer derfor en langsom indtrængning og kun salg af 1-5 styk Xcyto 10 instrumenter i 2017/18. Selv om dækningsbidraget må formodes at være højt, så vil påvirkningen af indtjeningen blive moderat - med mindre der hurtigt kommer et gennembrud i afsætningen.

Regnskabsåret 2017/18 bliver derfor en overgangsfase med en start-op fase for den udvidelse af aktiviteten, som kan løfte ChemoMetec op på et helt nyt niveau. Der kan blive tale om en flerdobling af omsætningen, såfremt Xcyto 10 og Xcyto 5 kan placere sig som en virkelig "gamechanger" inden for celleanalyse. Som investor må man gøre sig klart, at de enorme muligheder, som nu åbner sig, vil kræve tålmodighed i startfasen. Vurdering af succes eller fiasko for satsningen kan næppe foretages før om 3-4 år. Perspektivet for indtjeningen er formentlig en overskudsgrad (EBITA marginal) på 25 % om 3 år, hvis produkterne bliver bestsellers.

Børsværdien (kurs: 30) på 470 mio. kr. skal betragtes ud fra dette potentiale. Vores vurdering er, at odds må anses for gode for afkastet af aktien set 3-5 år frem. På kort sigt drejer nyhedsstrømmen fra selskabet sig om kvartalsregnskaberne såvel som det præcise tidspunkt for frigivelse af Xcyto 10 og Xcyto 5 til salg med fuld indsats fra firmaets side uden yderligere forsigtighedshensyn angående introduktionsbetingede børnesygdomme og ønsker om ekstra forbedringer af de to avancerede produkter.

Regnskabstal

(01-07 til 30-06)

| 1.000 kr. | 2011/12 | 2012/13 | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Omsætning | 39.201 | 41.396 | 45.229 | 61.239 | 85.232 | 90.329 | 105.000 |
| Resultat før R&D reg. | 435 | -269 | 856 | 6.294 | 13.220 | 6.580 | 5.000 |
| R&D nedskrivning | -11.800 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| R&D aktivering | 5.348 | 5.359 | 5.886 | 4.463 | 7.606 | 7.548 | 9.000 |
| R&D afskrivning | -5.477 | -3.629 | -5.096 | -4.929 | -4.929 | -3.709 | -5.000 |
| Samlet R&D regulering | -11.929 | 1.730 | 790 | -466 | 2.677 | 3.839 | 4.000 |
| EBIT | -11.494 | 1.461 | 1.646 | 5.828 | 15.897 | 10.419 | 9.000 |
| Renter | 349 | -405 | -496 | 844 | -2.125 | -1.767 | -1.000 |
| EBT | -11.445 | 1.056 | 1.150 | 6.672 | 13.772 | 8.652 | 8.000 |
| Skat | +1277 | -710 | +147 | +1.276 | -3.289 | -1.166 | -1.500 |
| Nettoresultat | -9.868 | 346 | 1.297 | 7.948 | 10.483 | 7.486 | 6.500 |
| Balance | 49.891 | 50.805 | 51.350 | 63.466 | 90.379 | 97.620 | 105.000 |
| Immaterielle aktiver | 25.783 | 26.261 | 27.051 | 27.857 | 27.361 | 30.132 | 34.000 |
| Nettofinansaktiver | 5.321 | 6.524 | 5.098 | 3.060 | -8.111 | -9.459 | -8.000 |
| Egenkapital | 42.861 | 43.233 | 44.530 | 46.530 | 56.849 | 64.377 | 71.000 |
| Antal ansatte | 32 | 35 | 35 | 39 | 46 | 65 | 72 |
| Pr. ansat i 1.000 kr. | | | | | | | |
| Omsætning | 1.225 | 1.183 | 1.292 | 1.570 | 1.853 | 1.389 | 1.458 |
| R&D regulering* | -4 | 49 | 23 | -12 | 58 | 59 | 56 |
| Løn | 535 | 567 | 629 | 704 | 721 | 680 | 680 |
| Driftsoverskud (EBIT)* | 9 | 42 | 47 | 149 | 346 | 160 | 125 |
| Antal aktier mio. styk | 17.402 | 17.402 | 17.402 | 15.670 | 15.670 | 15.670 | 15.670 |
| Res. pr. aktie kr. | -5,67 | 0,02 | 0,07 | 0,51 | 0,67 | 0,48 | 0,41 |
| Udbytte | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Indre værdi | 2,46 | 2,48 | 2,56 | 2,96 | 3,63 | 4,11 | 4,53 |

NB: I regnskabsåret 2011/12 er R&D regulering og driftsoverskud opgjort pr. ansat ekskl. en særlig nedskrivning på 11,8 mio. kr.



Seneste tre analyser:

| Dato | Kurs | Anbefaling: | |
|------------|------|-------------|------------|
| | | Kort sigt | Langt sigt |
| 03-03-2017 | 33,5 | Hold | Køb |
| 28-09-2016 | 36,5 | Hold | Køb |
| 07-03-2016 | 39 | Hold | Køb |

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet to gange årligt (halv- og helårsregnskaber), og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, 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.