

Konklusion

ChemoMetec er kommet stærkt igennem første halvår af det forskudte regnskabsår 2014/15. Det er lykkedes at øge antallet af solgte celletællingsinstrumenter fra 124 sidste år til 163 styk, og det har løftet omsætningen af instrumenter med hele 48%. Salg af forbrugsvarer viser en stigning på 9%, men der må forventes et stigende salg af tilbehør i takt med, at antallet af solgte instrumenter stiger. Indtjeningen målt på EBITDA er i første halvår steget til 7,0 mio. kr. mod 5,6 mio. kr. i samme periode året før. Den gode start på regnskabsåret har ført til opjusteringer i år. Selskabets strategi er at forestå mere og mere af salget selv. Flere distributøraftaler er blevet opsagt omkring eksklusivitet på grund af for lille commitment hos forhandlerne. Det giver ChemoMetec mulighed for direkte salgsindsats udført af selskabets egne folk. I takt med instrumenternes større kompleksitet med analyseopgaver ud over tælling er det afgørende med kvalificeret opbakning i salget til kunderne, der ofte er videnskabelige fagfolk. En vigtig omlægning er sat i gang med succes, og vi forventer, at det vil kunne bidrage til at løfte salget markant i de kommende år.

Produktmæssigt står selskabet stærkt. Endnu er det sparsomt med nyheder om et igangværende udviklingsprojekt for et Image Cytometer. Hvis dette produkt for alvor bliver en succes, kan det muligvis udløse et take-over bud på selskabet, da man vil kunne ændre hele det eksisterende marked for såkaldt flowcytometri. ChemoMetec er af konkurrencehensyn tilbageholdende med oplysninger om dette Image Cytometer, der indikeres præsenteret i den næste årsberetning. Vores tanke om et take-over bud er således rent gæt.

Salget i første halvår steget til 28,3 mio. kr. Dermed er der allerede opnået en andel på 51-55% af årets forventede omsætning. Målt på EBITDA er der akkumuleret en andel på 64-78% af det forventede EBITDA-resultat. Trods to opjusteringer hidtil i år finder vi det sandsynligt, at den seneste prognose vil blive overgået endnu en gang. Man har måske knækket koden og fundet vækstvejen i salget.

Efter vores vurdering har investorerne dog taget forskud på glæderne. Ved årsskiftet lå aktiekursen i 6,55. Efter den første opjustering 07-01-2015 steg kursen kortvarigt til en top helt oppe ved kurs 20 for siden at falde tilbage til det aktuelle niveau ved kurs 13,5. På kort sigt mener vi, at aktien er overgjort, mens vi på langt sigt fortsat ser et stort potentiale i aktien. Selvom kursen efter vores mening på kort sigt er kommet vel højt op, fastholder vi Hold, idet der er så mange lovende aspekter i dette selskab på langt sigt.

Aktuel Kurs: 13,5

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 211,5 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q3 regnskab den 15-05-2015



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

ChemoMetecs prognose ved starten af året 2014/15 var en omsætning på 45-47 mio. kr. og EBITDA på 6-8 mio. kr. Den 07-01-2015 opjusteredes prognosen til 49-51 hhv. 8-10 mio. kr. I forbindelse med halvårsregnskabet kom endnu en opjustering, idet ledelsen nu forventer en omsætning på 51-55 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 9-11 mio. kr. Baseret på seneste opjustering påregner ledelsen altså en salgsfremgang på 12-21 % set i forhold til sidste år.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold (uændret)

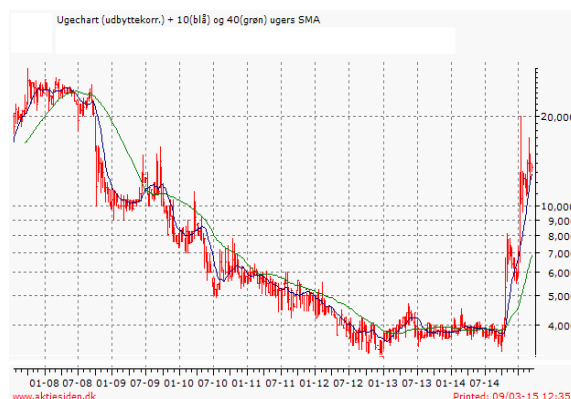
Langt sigt: Køb (uændret)

Kursudvikling 0-6 mdr.: 11 – 16 (før 6,5-7,5)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 15 – 20 (før 7,5-8,5)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb 20-11-2014 v/kurs 7,0

Høj / Lav 12 måneder: 20,0 / 3,6 Kursudvikling siden 2008:



Muligheder

Selskabets nye strategi om udvidet indsats af egne, kvalificerede salgsfolk kan løfte afsætningen betydeligt i de kommende år. Samtidig knyttes kunderne tættere til selskabet. Flere instrumenter i drift vil løfte salget af forbrugsvarer. Lancering af celleanalyse-instrumenter åbner et nyt og meget større marked. Et nyt Image Cytometer kan blive en "game-changer". Økonomisk er kapitalindsatsen lav, og der er likvide reserver til rådighed for vækst.

Risici

Selskabet er fortsat af beskeden størrelse set i forhold til konkurrenterne, og man udfordrer disse med de nye produkter til celleanalyse. Patentbeskyttelse er en central men dyr opgave. Udvidelse af markedet er vigtigt. R&D-indsatsen er krævende, og et højere niveau i omsætning kræves for at sikre en sund økonomi med evne til at fastholde en førende placering teknisk og kvalitetsmæssigt. Lav børsomsætning, der dog er stigende, indebærer stor kursfølsomhed.

Facts om ChemoMetec

- ChemoMetec blev etableret i 1997. Firmaet beskæftiger 37 ansatte, heraf en række højtuddannede medarbejdere i udviklingsafdelingen. Hovedsædet ligger i Allerød. Selskabet satser i stigende omfang på direkte salg via egne sælgere, hvorfor der nu er ansat sælgere i Tyskland og England. Der er store krav til teknisk ekspertise i salgsprocessen. Selskabet har eget datterselskab i USA, der varetager markedet i Nordamerika. Selskabet råder over 62 patenter (14 i USA) fordelt på 17 patentfamilier. Viden og kompetencer søges udvidet og fastholdt "in house" hos medarbejderne.
- ChemoMetec udvikler, producerer og sælger analyseinstrumenter til celletælling og celleanalyse (cytometri) baseret på en patenteret teknologiplatform. Software har stigende betydning på grund af analysefunktionerne, og håndteringen af data sker under overholdelse af fastlagte krav fra myndighederne (FDA). Salg af forbrugsartikler til instrumenterne i form af kassetter i plast og tællekamre i glas plus de nødvendige kemikalier udgør lidt under halvdelen af omsætningen. Væksten heri følger udviklingen i antallet af instrumenter i drift ude hos kunderne. Metoden for celletælling er gennemtænkt og velfungerende. Instrumenterne skal ikke rengøres, kalibreres eller have skemalagte servicebesøg. Driftsevnen er høj med hurtigt skift til næste analyse. Betjeningen er derfor nem, hurtig og effektiv.
- Produktionen af instrumenter udføres af selskabet selv med brug af underleverancer. Analyseapparatet, NucleoCounter NC-100 har været på markedet i 13 år. Det er siden blevet suppleret med en ny og forbedret type, NC-200, der kom på markedet i 2011. Det mest avancerede analyseinstrument, NC-3000, blev lanceret i 2010 og anvender billed-cytometri i stedet for den normale flowcytometri. NC-3000 kan ud over optælling også håndtere analyseopgaver (kan også benyttes decentralt ude i frontlinjen i stedet for på centrallaboratorier), og det muliggør et spring ind i et nyt og mere avanceret segment. En mindre og billigere model, NC-250, blev frigivet til salg i marts 2013 og er især rettet mod det asiatiske marked. Instrumentet udmærker sig ved lav pris og lave analyseudgifter. Medio sidste år blev der lanceret en strømlinet software til NC-200, NC-250 og NC-3000, hvorved brugerflade og funktionaliteter blev gjort sammenlignelige, ligesom der er implementeret nye applikationer med mulighed for PDF-rapportering og "dark-field"-analyse.
- Udvidelsen med celleanalyse - fra tidligere kun at omfatte celletælling - betyder adgang til et langt større marked end oprindeligt, men det er mere komplicerede apparater og krævende opgaver for brugerne. Det stiller større krav i forbindelse med salg, rådgivning, support og service. Selskabet hjælper distributørerne med at forbedre den faglige dygtighed i den henseende, men udviklingen går i retning af stigende egen salgsindsats og nærhed til kunderne.
- Kunderne stiller høje krav til produktkvaliteten, og de findes inden for pharma-, biotek-, fødevarer-, bryggeri- og landbrugsvirksomhed, herunder forskningsinstitutioner. Kundegruppen omfatter store medicinalselskaber som Novo Nordisk, Lundbeck, Merck, AstraZeneca og Johnson & Johnson.
- ChemoMetec deltager også i sponserede udviklingsprojekter, hvor selskabets teknologi indgår i et formålsbestemt setup, eksempelvis undersøgelse af sædkvalitet og kræftceller.
- Ledelse: Michael Eising (1967 – tidligere næstformand i bestyrelsen) tiltrådte den 01-02-2015 som direktør efter i en periode at have fungeret som konstitueret direktør. Preben Kønig (1950) er bestyrelsesformand. Martin Glensbjerg (1959), der tidligere var direktør i ChemoMetec, er næstformand i bestyrelsen.
- Ejerforhold: ChemoMetec Holding 31 %, Michael Eising over 5%, Anders Hansen over 5%. Selskabet ejer egne aktier svarende til 9,95%. Selskabet havde pr. 30-06-2014 registreret 816 aktionærer på navn (99 % af aktierne er navnenoteret).

Produkterne

Produkterne videreudvikles og forfines løbende for at leve op til kundernes ændrede behov og for at opfylde krav fra myndigheder som FDA. Desuden er det vigtigt hele tiden at kunne tilbyde tidssvarende produkter for at klare sig i konkurrencen. ChemoMetec står nu med en bred og fornyet produktportefølje bestående af celletællingsinstrumenterne NC-100, NC-200, NC-250 og NC-3000, samt de branchespecifikke instrumenter SP-100, YC-100, SCC-100 og SCC-400. Instrumenterne kræver forbrugsartikler som engangskassetter, engangsanalysekamre, reagenser, kits m.m., hvorfor ChemoMetec oplever et stigende efterfølgende salg for hvert solgt celletællingsinstrument. Den akkumulerede bestand af instrumenter er derfor et nøgletal, og avancen er høj på disse forbrugsartikler.

NC-100 er selskabets ældste produkt, der har været på markedet i 13 år. Salget er naturligvis faldende, idet kunderne vælger mere moderne og tidssvarende produkter. En produktvariant af NC-100 er SP-100 instrumenterne, der blev lanceret på markedet for 11 år siden. SP-100 anvendes til sædanalyse i forbindelse med kunstig insemination i landbruget, mens YC-100 anvendes til kontrol af gærceller i forbindelse med ølbrygning. SCC-100 anvendes i mejerisektoren til kontrol af kvaliteten i mælk. Som en videreudvikling af NC-200 har ChemoMetec i fjerde kvartal af sidste kalenderår udviklet et nyt celletællingsinstrument (SCC-400) rettet mod markedet for analyse af celletælling i mælk. Kunderne er mindre centrallaboratorier og større mejerier, der ønsker en høj analysekapacitet til en lav pris pr. prøve. SCC-400 er primært rettet mod det kinesiske marked, hvor kunderne fokuserer på prisen og de første 10

analyseinstrumenter er blevet solgt på dette marked. Som en naturlig konsekvens af den nye produktlancering falder salget af den gamle SCC-100. Markedet for SP-100, YC-100 og SCC-100 og SCC-400 har begrænset vækstopotential, men er ikke desto mindre et vigtigt segment for ChemoMetec, da cirka en tredjedel af omsætningen hidrører herfra. Konkurrencen i denne niche er begrænset.

NC-200 kræver kun én kassette til at måle antallet og levedygtigheden af cellerne, hvilket gør NC-200 billig at bruge. Anskaffelsesprisen ligger over lignende produkter fra flere konkurrenter, men det opvejes af de lave udgifter til celleanalyse. NC-250 er en high-end celletæller med engangstællekamre af glas. Salget er her rettet mod kunder, der ønsker en lav analysepris mod til gengæld at skulle udføre flere prøvehåndteringer. NC-250 er udviklet ud fra teknologien i selskabets mest avancerede type, NC-3000.

NC-3000 anvender billed-cytometri i modsætning til de eksisterende apparater fra konkurrenterne, der anvender flowcytometri til målingerne. NC-3000 sælges til et segment, hvor kunderne ønsker høje tekniske egenskaber inden for celleanalyse mod at acceptere en relativ høj anskaffelsespris. NC-3000 kan opstilles decentralt på stedet, hvor der er brug for at foretage og vurdere analyser. Det er en vigtig salgspareparameter i forhold til en tung struktur med analyser udført af centrallaboratorier. Så vidt vi forstår det, har salget skuffet lidt siden lanceringen. Det skyldes formentlig, at det kræver stor teknisk viden at sælge dette avancerede produkt, og mange distributører har ikke ønsket at anvende den fornødne tid til at opnå denne specialviden. ChemoMetec har simplificeret NC-3000 konceptet, så det bliver mere enkelt at sælge for distributørerne, ligesom selskabet i stigende grad selv varetager salget. Til NC-3000 tilbydes software, som opfylder vigtige krav (21 CFR Part 11) fra de amerikanske sundhedsmyndigheder, FDA. Det er en afgørende egenskab ved brug.

Produktudvikling

Som nævnt har ChemoMetec i første halvår af indeværende regnskabsår udviklet og lanceret celletællingsinstrumentet SCC-400. Dette instrument kan analysere op til 200 mælkeprøver i timen og udmærker sig ved en lav analysepris.

Der knytter sig store forventninger til den igangværende produktudvikling af et Image Cytometer. En præ-prototype er nu opbygget, og teknologien lever op til forventningerne. Projektet følger planen, og de væsentligste teknologiske udfordringer synes at være løst. Af konkurrencehensyn er man tilbageholdende med information om dette Image Cytometer, der viser firmaets spidskompetence. I årsrapporten for 2014/15 vil projektet og produktet blive nærmere uddybet. Så vidt vi kan vurdere det, vil Image Cytometeret tidligst kunne blive frigivet til salg på markedet i slutningen af årsregnskabet 2015/16, da det skal udformes som et produkt, som også kan fremstilles på en god måde (cost og kvalitet), såkaldt produktmodning. Det får derfor næppe effekt på salget næste år men til dels på udgiftssiden. Hvis der er tale om et banebrydende produkt, kan det få stor betydning for kursudviklingen. Ja, faktisk kan en succesfuld lancering af et banebrydende Image Cytometer føre til et take-over bud på selskabet, idet man angriber det store marked for flowcytometri. Men endnu er det kun gætværk fra vores side.

ChemoMetec deltager i en række udviklingssamarbejder, hvor selskabet bidrager med sin ekspertise inden for måleinstrumenter og modtager betaling for at udføre og bidrage til projekterne. Det styrker ChemoMetecs specialviden, der så kan anvendes til at udvikle nye og forbedrede egne teknologier. Der er tale om et fem-årigt (fra marts 2014) udviklingssamarbejde med Rigshospitalet og Minerva Imaging for at afdække en ny undersøgelsesmetode til mænd med dårlig sædkvalitet. ChemoMetec forventer at modtage 10 mio. kr. i tilskud over den fem-årige periode. I januar 2014 blev et Eurostar-projekt med Liquid Biopsy AB igangsat for at udvikle en metode til identifikation af kræftceller i blod- og lymfesystemet. ChemoMetec modtager 1,5 mio. kr. i tilskud over den tre-årige forsøgsperiode.

ChemoMetec sætter turbo på salget

I tidligere analyser har vi fremhævet, at ChemoMetec står med en god og opdateret produktportefølje, men at salgsudviklingen har været skuffende. Ledelsen synes for alvor at have adresseret problemerne i afsætningen, hvilket kan være medvirkende årsag til det betydelige løft i aktiekursen. I Nordamerika varetages salget af datterselskabet ChemoMetec Inc. Her pågår nu en "konsolideringsfase" som følge af flytning til nye faciliteter. For at støtte sælgerne ansættes flere administrative medarbejdere. USA/Canada er et vigtigt marked, da det står for 33% af koncernomsætningen. Vi ser potentiale for at løfte salget markant i dette geografiske område.

Det er absolut også muligt i Europa, hvor salget i stigende grad nu varetages af selskabet selv. Det er sket ved ansættelse af sælgere i Tyskland og England, ligesom flere distributøraftaler er blevet opsagt. Næste land med ansættelse af egne sælgere bliver Frankrig. Man satser på mere direkte salg, hvilket forekommer at være en klog beslutning. Salg af teknisk avancerede instrumenter kræver indgående kendskab, og selvom ansættelsen af egne sælgere øger lønudgifterne og belaster i startfasen, så tror vi, at dette tiltag vil lønne sig i form af et løft i afsætningen. Teknisk salg udført af en velkvalificeret egen organisation med høj standard kan vise sig at være den afgørende metode til at frembringe et niveauskift opad i størrelse for fuldt ud at udnytte produkternes potentiale.

Selskabets øvrige markeder udgøres af Asien med hovedvægten lagt på Kina. Man har ikke umiddelbart planer om selv at forestå salget i Asien. Det sker således fortsat via distributører. En række aftaler er imidlertid blevet gjort non-eksklusive, hvilket giver ChemoMetec mulighed for at indgå aftaler med andre distributører, der vil være mere dedikerede i salgsprocessen. Samtidig sender selskabet et signal om, at eksklusivitet kræver en betydelig aktiv salgsindsats. ChemoMetec har desuden igangsat markedsføringstiltag primært via Internettet for at opnå leads (kundeemner) til sælgerne. Vi finder de iværksatte tiltag meget lovende og føler os overbevist om, at det kan bidrage til at fastholde det gode momentum i salget, der nu er en realitet.

Indsigelsessag

I regnskabsåret 2011/12 blev der indgivet en indsigelsessag mod ChemoMetec i forbindelse med udstedelse af en række patenter i Europa. I efteråret 2012 fik ChemoMetec medhold, men modparten ankede sagen. Den videre behandling ligger hos patentmyndighederne. ChemoMetec gentager i halvårsregnskabet, at selv et negativt udfald ikke vil have negativ økonomisk betydning, da patentet ikke vedrører et selskabets markedsområder.

Fremtiden

Flere forhold får os til at se positivt på ChemoMetec. Produktmæssigt står selskabet stærkt med en moderne og opdateret produkt palette – nu også med det nye celletællingsinstrument SCC-400. Selskabet udbyder instrument i forskellige prisklasser. Vi har store forhåbninger til Image Cytometeret, der endnu er under udvikling. Hvis dette nye produkt bliver en "game-changer", der udfordrer de etablerede store aktører inden for flowcytometri, kan det muligvis føre til fremkomst af et take-over bud på selskabet. Vi bliver dog først informeret om dette vigtige nye produkt, når årsregnskabet præsenteres 16-09-2015.

En af de store udfordringer har været for lavt salg i forhold til de store muligheder. Ledelsen har taget konsekvensen heraf, idet manglende viden om produkternes tekniske muligheder hos distributørerne har været en hæmsko. En række distributøraftaler er blevet opsagt eller ændret til non-eksklusivitet, og salget i Europa og Nordamerika varetages nu i stigende omfang af selskabets egne folk. Det rummer en række fordele, selvom lønudgifterne stiger før indtægterne kommer. Økonomien belastes altså i starten. Opsvinget i afsætningen i regnskabsårets første halvår viser, at strategiskiftet åbner et stort upside. Et andet vigtigt punkt er, at der nu er kommet ro omkring ledelsesforholdene, idet den konstituerede direktør Michael Eising pr. 01-02-2015 er ansat som direktør.

Aktien er egnet til langsigtede investorer, der har blik for potentialet og tålmodighed omkring fremkomsten af resultater. Størrelsen af en sådan aktiepost skal afpasses i forhold til virksomhedens børsværdi, en vurdering af risikoprofilen og den pågældende investors aktieportefølje som helhed. For aktien gælder, at omsætningen på børsen fortsat er lav. I takt med at der opnås bekræftelse af den salgsmæssige styrke og en positiv forretningsmæssig udvikling, kan man trinvis udvide sin andel. En vigtig begivenhed bliver præsentationen af Image Cytometeret, idet den kommercielle værdi af dette nye spidsprodukt bliver næste trin i selskabets udvikling.

Regnskabstal

(01-07 til 30-06)

1.000 kr.	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15E
Omsætning	32.052	32.608	37.231	39.201	41.396	45.229	55.000
Resultat før R&D reg.	-3.289	-3.634	-230	435	-269	856	4.200
R&D nedskrivning	0	0	0	-11.800	0	0	0
R&D aktivering	5.349	5.378	5.192	5.348	5.359	5.886	6.000
R&D afskrivning	0	-3.304	-4.189	-5.477	-3.629	-5.096	-5.200
Samlet R&D regulering	5.349	2.074	1.003	-11.929	1.730	790	800
EBIT	2.060	-1.560	773	-11.494	1.461	1.646	5.000
Renter	550	11	-544	349	-405	-496	-200
EBT	2.610	-1.549	229	-11.145	1.056	1.150	4.800
Skat	1.988	-2.138	-121	+1.277	-710	+147	-1.200
Nettoresultat	4.598	-3.687	108	-9.868	346	1.297	3.600

Balance	65.164	62.716	60.779	49.891	50.805	51.350	53.000
Immaterielle aktiver	32.113	34.137	36.843	25.783	26.261	27.051	28.000
Nettofinansaktiver	7.163	4.074	3.008	5.321	6.524	5.098	0
Egenkapital	56.312	56.625	52.710	42.861	43.233	44.530	42.000
Antal ansatte	31	32	33	32	35	35	39

Pr. ansat i 1.000 kr.

Omsætning	1.034	1.019	1.128	1.225	1.183	1.292	1.410
R&D regulering*	+167	+65	+30	-4	49	23	21
Løn	499	504	533	535	567	629	600
Driftsoverskud (EBIT)*	66	-49	23	9	42	47	128
Antal aktier mio. styk	17.370	17.370	17.402	17.402	17.402	17.402	15.671
Res. pr. aktie kr.	0,26	-0,21	0,01	-5,67	0,02	0,07	0,23
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	3,24	3,03	3,03	2,46	2,48	2,56	2,68

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



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, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer 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.