

Konklusion

Siden vores seneste analyse den 06-10-2014, der var baseret på årsregnskabet, er aktiekursen steget fra 3,7 til nu 7,0. Nyhedsflowet har bestået i referatet af den årlige generalforsamling den 09-10-2014 og et par selskabsmeddelelser om ændrede forhold for to storaktionærer. Den 14-11-2014 offentliggjorde selskabet kvartalsmeddelelsen for Q1 af det forskudte regnskabsår 2014/15. Via en stringent fokusering på direkte salg, hvor dækningsbidraget er højere end ved salg via en forhandler, er omsætningen steget med hele 10% i forhold til samme periode sidste år. Omsætning og resultat af primær drift (EBITDA) er således ved udgangen af Q1 ca. 750.000 kr. over selskabets forventninger.

Den gode start på året fører til en opjustering af prognosen for 2014/15 (01-07-2014 til 30-06-2015), idet der nu forventes et salg på 47-49 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 7-9 mio. kr. Der er tale om et løft i omsætningen i forhold til den oprindelige prognose på 2 mio. kr. og +1 mio. kr. for EBITDA. Bidragende til højere forventninger er fokuseringen på salg og distribution inklusiv øget indsats i direkte salg. Desuden forventes lancering af ny software for måleinstrumenterne NC-200, NC-250 og NC-3000 at bidrage positivt til salget og indtjeningen. Der er tale om en opdatering, der giver sammenlignelige funktioner plus nye applikationer. Kunderne har taget godt imod den nye software, der giver mulighed for pdf-rapportering af målinger og "dark-field"-analyser. Fordelen ved "dark-field"-analyse er, at brugerne sparer arbejds gange, ligesom der frigives en fluorescens-kanal, der kan anvendes til at måle på endnu en celleparameter.

Regnskabsåret er således startet godt, og især salgsmengden er opløftende. Vi har i tidligere analyser påpeget selskabets potentiale, hvis det kunne lykkes at opnå et markant salgsgennembrud. Det ser nu ud til at være indtruffet. Efter det store kurshop i den seneste måned sænker vi vores kortsigtede anbefaling til Hold men fastholder køb på Langt sigt. Aktien er fortsat kun egnet til langsigtede investorer, og man skal tilpasse sit engagement i aktien til den forholdsvis beskedne omsætning på børsen. Selskabet er i kraft af dets teknologiske styrkes store potentiale et muligt take-over emne.

Aktuel Kurs: 7,0

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 121,8 mio. DKK

Antal aktier: 17,402 mio. styk

Næste regnskab: H1 regnskab den 27-02-2015



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

ChemoMetec har forhøjet prognosen, idet der nu ventes et salg i intervallet 47-49 mio. kr. (før 45-47). EBITDA forventes i niveauet 7-9 mio. kr. (før 6-8). Salget ventes således nu at stige med 4-8% i forhold til sidste år. Investeringsbehovet fastholdes på 9-11 mio. kr. til produktudvikling, produktionsanlæg og immaterielle rettigheder. En applikation kaldet VB-43 til måling af programmeret celledød forventes lanceret inden udgangen af 2014. Arbejdet med at udvikle nye produkter fortsætter.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold (før Køb)

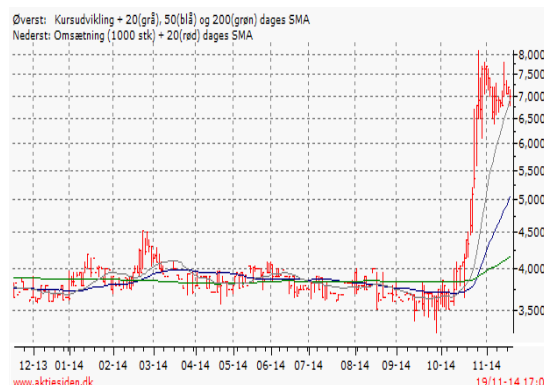
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 6,5-7,5

Kursudvikling 12-18 mdr.: 7,5-8,5

Tidligere anbefaling: Køb/Køb 06-10-2014 v/kurs 3,7

1 års kursgraf:



Seneste 12 måneder: Høj: 7,7 / Lav: 3,50

Muligheder

Med lokal tilstedeværelse i USA og ekstra indsats af ressourcer i salget ser vi mulighed for et betydeligt løft i afsætningen inden for de nærmeste år. Mulighederne er på kort sigt størst i USA og Asien. Lav økonomisk vækst i Europa bremser kundernes investeringslyst. Direkte salg kan løfte indtjeningen (fjerne mellemlid) og samtidig forbedres indsatsen over for kunderne. Lancering af celleanalyse instrumenter åbner et nyt og meget større marked.

Risici

Selskabet er 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 og en fortsat førende placering teknisk og kvalitetsmæssigt. Lav børsomsætning indebærer stor kursfølsomhed. Efter udskiftning i bestyrelsen mangler man fortsat at udpege en fast ansat direktør.

Facts om ChemoMetec

- ChemoMetec blev etableret i 1997. Firmaet beskæftiger 35 ansatte, heraf ni højtuddannede medarbejdere i udviklingsafdelingen. Hovedsædet ligger i Allerød. Direkte salg har stigende betydning, da der stilles store krav til viden om produkternes anvendelse i salgsprocessen, og her er celleanalyse mere krævende end rene tælleopgaver. Selskabet har eget datterselskab i USA, der varetager salget. Selskabet råder over 60 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. Salg af forbrugsartikler til instrumenterne i form af kassetter i plast og tællekamre i glas plus de nødvendige kemikalier udgør 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, er over 10 år gammelt, og 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 (også til brug decentralt ude i frontlinjen i stedet for 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. Her er konkurrencen stor, og kunderne fokuserer på analyseomkostningerne. I juli er der lanceret en strømlinet software til NC-200, NC-250 og NC-3000. NC-100 og NC-200 anvender plastkassetter til prøverne, mens NC-3000 og NC-250 benytter tællekamre af glas. Da den udtagne prøve holdes inde i disse små beholdere, er der ingen kontakt til selve apparatet. Software til PC-behandling, fremvisning og arkivering af analysedata for senere dokumentation udvikles løbende. Denne side har voksende betydning og klares internt.
- Kunderne stiller høje krav til produktkvalitet og findes inden for pharma-, biotek-, fødevarer-, bryggeri- og landbrugsvirksomhed, herunder forskningsinstitutioner. Kundegruppen omfatter store medicinalsselskaber som Novo Nordisk, H. Lundbeck, Merck, AstraZeneca og Johnson & Johnson. Ud over selve forretningen med analyseinstrumenter deltager ChemoMetec i udviklingsprojekter, hvor dets teknologi indgår i et formålsbestemt setup, eksempelvis undersøgelse af sædkvalitet og kræftceller.
- Udvidelsen med celleanalyse fra tidligere kun at omfatte celletælling betyder adgang til et langt større marked, men det er mere komplicerede apparater og opgaver foretaget af 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. Udviklingen går i retning af stigende egen indsats og nærhed til kunderne.
- Ledelse: Michael Eising (1967 – tidligere næstformand i bestyrelsen – udtrådt af bestyrelsen på generalforsamlingen den 09-10-2014) er i august 2014 tiltrådt som konstitueret direktør. Preben Kønig (1950) er bestyrelsesformand. Tidligere direktør i selskabet Martin Glensbjerg (1959) er nu næstformand i bestyrelsen.
- Ejerforhold pr. 30-09-2014: ChemoMetec Holding 31 %, Michael Eising over 5%, Stig Løkke Pedersen 5 %, Anders Hansen er atter gået ned under 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 omfatter celletællingsinstrumenterne NC-100, NC-200, NC-250 og NC-3000, samt de branchespecifikke instrumenter SP-100, YC-100 og SCC-100. Dertil kommer en række softwareapplikationer, der forbedrer anvendelsen og værdien af instrumenterne. Generelt har produkterne fordel af nem betjening og et hurtigt tempo fra prøve til prøve, dvs. høj effektivitet. Det gennemgående princip er, at analyseprøven behandles i en lukket beholder af plast eller glas, som ikke kommer i berøring med selve analyseinstrumentet. Derfor er der ikke behov for hverken rengøring eller kalibrering efter hver prøve. Det sparer kunderne for udgifter til servicebesøg i modsætning til instrumenter fra konkurrenterne. Anskaffelsesprisen ligger dog på et højere niveau for apparaterne set i forhold til konkurrenternes udstyr. Selskabet har fordel af et stort salg af forbrugsvarer (engangskassetter, engangsanalysekamre, reagenser og test kits), der skal anvendes i analyseinstrumenterne. Dækningsgraden på disse forbrugsvarer er høj. Strukturen giver salgsindtægter med en "lang hale" fra disse forbrugsartikler, og det akkumulerede antal apparater indebærer et stadig voksende fundament for selskabet økonomisk set.

NC-100 har været på markedet i over 10 år og kræver to kassetter og to forskellige reagenser til måling. Salget af denne model er faldende på grund af lancering af nye og bedre instrumenter. Produktvarianter af NC-100 anvendes til sædanalyse (SP-100) i forbindelse med insemination, hvor det er vigtigt at kunne sikre optimal dosering af sæden. Bryggerikunder anvender YC-100 til kontrol af gærceller i øl, mens SCC-100 anvendes i mejerisektoren til kontrol af kvaliteten i mælk. Markedet for SP-100, YC-100 og SCC-100 vurderes af selskabet som begrænset i vækstmulighed. For ChemoMetec er dette oparbejdede og modne segment dog vigtigt, idet ca. en tredjedel af salget hidrører herfra. Konkurrencen i denne niche betegnes som lav.

NC-200 er en moderniseret udgave til brug i samme segmenter som NC-100. Der kræves kun én kassette til at måle antallet og levedygtigheden af cellerne. NC-200 er billig og nem at bruge men ligger prismæssigt over lignende produkter fra flere konkurrenter. Det opvejes imidlertid af de store fordele omkring let betjening uden behov for rengøring, kalibrering eller ekstern kontrol/service.

NC-250 er en high-end celletæller med engangstællekamre af glas. Det sælges til kunder, der ønsker markedets laveste analysepris mod at acceptere at skulle foretage flere prøvehåndteringer. NC-250 kræver kun brug af ét celletællingskammer af glas pr. måling, hvorved de løbende udgifter for kunden bliver reduceret. NC-250 er udviklet ud fra teknologien i selskabets mest avancerede type, NC-3000.

NC-3000 har en række unikke funktioner men også en høj pris. Dette analyseinstrument anvender billed-cytometri i modsætning til de eksisterende apparater fra konkurrenterne, der anvender flowcytometri til målingerne. I dette store segment henvender NC-3000 sig til en mindre niche, der ønsker høje tekniske egenskaber inden for celleanalyse. En af fordelene ved NC-3000 er, at det kan placeres decentralt på det sted, hvor der er brug for at foretage og vurdere analyser. Det er en vigtig salgsparameter. Salget er stigende, men der er udfordringer med at få distributørerne til at investere tid og kræfter i salget af dette komplekse analyseinstrument. Udfordringen søges løst ved dels selv at gennemføre salget direkte og dels ved at simplificere NC-3000 konceptet, så det bliver mere enkelt at sælge for distributørerne. 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 inden for Life Science, som måleinstrumentet er rettet imod.

Produktudvikling

Produktudviklingen udvikler sig planmæssigt. I juli i år er en ny software til NC-200, NC-250 og NC-3000 blevet frigivet. Der er tale om en strømlinet software, hvor brugerflade og funktionalitet er gjort sammenlignelige. Opdateringen indeholder også nye applikationer, der muliggør pdf-rapportering og "dark-field" analyse. Sidstnævnte muliggør analyse af celler med meget lav levedygtighed. Især kunder inden for bioproduktion kan drage fordel heraf. Fordelene er, at brugerne ved brug af dark-field sparer arbejdsgange, ligesom der frigives en fluorescens-kanal, der kan anvendes til at måle på endnu en celleparameter. Den nye teknik udvider dermed brugernes muligheder, hvilket er en vigtig salgsparameter over for kunder placeret helt i front inden for forskning og udvikling.

Det er fortsat målsætningen, at en prototype af et nyt celleanalyseinstrument til "high-end" billed-cytometri, vil være klar i indeværende kalenderår. Det vil muliggøre endnu hurtigere og mere følsomme/præcise målinger af stadig flere egenskaber i celler. Virkefeltet for sådanne analyser udvides, og ChemoMetec tilføjer nye metoder og angrebsvinkler for sine brugere.

ChemoMetec deltager i en række udviklingssamarbejder. Fælles for disse er, at ChemoMetec bidrager med sin ekspertise inden for måleinstrumenter og modtager betaling for at udføre udviklingsprojekter. Det udvikler ChemoMetecs specialviden, der kan anvendes til at udvikle nye og forbedrede egne teknologier. I marts 2014 begyndte ChemoMetec et fem-årigt udviklingssamarbejde med Rigshospitalet og Minerva Imaging med henblik på at afdække en ny undersøgelsesmetode til mænd med dårlig sædkvalitet. Højteknologifonden støtter projektet med 45 mio. kr., hvoraf ChemoMetec forventer at modtage 10 mio. i tilskud over den fem-årige periode.

Første januar 2014 blev et Eurostar-projekt med Liquid Biopsy AB (Karolinska Institutet i Sverige) igangsat for at udvikle en metode til identifikation af kræftceller i blod- og lymfesystemet. ChemoMetec forventer at modtage 1,5 mio. kr. i tilskud over den tre-årige forsøgsperiode.

Ledelsesforholdene i selskabet

På generalforsamlingen den 09-10-2014 trådte Michael Eising ud af bestyrelsen, der herefter består af Preben Kønig, Martin Glensbjerg og Peter Reich (nyvalgt). Michael Eisings udtræden af bestyrelsen ser vi som et tegn på, at han i nær fremtid skifter sin rolle som konstitueret direktør ud med en permanent position som administrerende direktør. I Danmark er det ikke længere tilladt for en direktør også at deltage i bestyrelsen. Det vil være positivt, idet der så igen kan komme klarhed og stabilitet omkring den vigtige post som øverste chef i virksomheden. Som investor ønskes stabilitet i ledelsesgruppen og bestyrelsen, så der kan være fuld fokus på den daglige drift og den langsigtede udvikling. For ChemoMetec er det vigtigt at finde en varig løsning, så ekstraudgifter til fratrædende ledende personer undgås fremover og der opnås klarhed om ledelsesforholdene.

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 i denne sag, men indsigeren ankede. Sagens videre behandling ligger hos patentmyndighederne. ChemoMetec gentager i det seneste regnskab, at selv et negativt udfald ikke vil have negativ økonomisk betydning, da patentet ikke vedrører et af selskabets markedsområder.

Fremtiden

Det er vores vurdering, at ChemoMetec står med en moderne produktpalette af analyseinstrumenter i flere forskellige priskategorier, hvor høj kvalitet og ydeevne kompenserer for en lidt højere pris end hos flere konkurrenter. Nu skal salget løftes, hvilket søges opnået ved en styrkelse af salgs- og distributionsforholdene, idet hensigten er at øge andelen af det direkte salg. Hermed undgås fordyrende mellemled. Direkte salg vil også være en fordel henset til de store krav, der stilles til viden om produkterne og anvendelsen i praksis.

Det dyreste produkt, NC-3000, er især rettet mod Pharma-industrien, hvor kvalitet ved målinger er vigtigere end prisen. Fokuseringen på direkte salg vil efter vores mening kunne bidrage til at løfte salget af dette meget teknisk komplicerede instrument. Lokal tilstedeværelse i USA med eget datterselskab vil også kunne bidrage til at løfte salget af NC-3000. Forbedret software er en anden vej til at øge salget.

NC-250 modellen er især rettet mod markederne i Asien, hvor mange lande fortsat har høje vækstrater. Til gengæld er Europa, der i Q1 stod for 33% af salget, fortsat præget af stagnationslignende forhold, og det holder kundernes investeringsaktivitet nede.

Konkurrencen er generelt intens og kampen om kunderne hård. ChemoMetec fremstår som en lille aktør men er dog stærke i nichesegmenterne inden for bryggerier, landbrug og fødevarer (SP-100, YC-100 og SPP-100). Skærpet indsats inden for fødevarer sikkerhed, herunder i Kina, udgør en drivkraft, som man har mulighed for at drage fordel af.

Forretningskonceptet er interessant, og salg af nye instrumenter har "longtail" karakter, idet der for hvert nyt instrument ude hos kunden følger et løbende salg af forbrugsvarer til at udføre målingerne. I Q1 opnåede man således en stigning i salget af kassetter på hele 21%. For ChemoMetec vil et stigende salg af analyseinstrumenter føre til en stigning i indtægterne fra forbrugsartikler. Første salg er altid det vanskeligste, men når ChemoMetec først er blevet godkendt og valgt som leverandør, er der mulighed for salg af flere instrumenter og forbrugsartikler mange år frem. Barrieren er derfor selve indtrængningen hos kunden. Det kræver ressourcer og tålmodighed i salgsleddet. Ledelsen i ChemoMetec satser langsigtet på at løfte denne opgave ved systematisk indsats.

Udvidelsen af virkefeltet fra celletælling til celleanalyse åbner store vækstmuligheder. Det indebærer dog også risici, idet man dermed bevæger sig ind på et langt større markedssegment med store, kapitalstærke konkurrenter med betydelig know-how og styrke i indsatsen. En hurtig udvikling i branchen stiller desuden store krav til ChemoMetec, der konstant skal sikre, at deres produkter kan klare sig i konkurrencen fra de andre aktører. Patentsikring af immaterielle rettigheder udgør en stor omkostning. Hvis en konkurrent kan eftergøre et af ChemoMetecs produkter uden at overtræde patenterne, kan det påvirke økonomien negativt via uventet konkurrence.

ChemoMetec er en lille aktør i en branche præget af store konkurrenter. Hvis det i de kommende år lykkes for ChemoMetec at løfte salget, således at selskabet fremstår som en åbenlys konkurrent til de store aktører, kan der komme et købstilbud på selskabet. Det er derfor afgørende, at salget og indtjeningen styrkes i de kommende år. Her er lanceringen af et nyt billed-cytometer næste trin. Prototypen forventes klar inden årsskiftet. Frigivelse til salg vil dog formentlig tidligst kunne ske et år senere, da der kræves omfattende tests og dokumentation plus software fulgt op af en industriel udformning af produktet. Dette nye instrument må betragtes som kernen i ChemoMetec's strategi for at opnå en markant placering inden for celleanalyse, idet den anvendte metode og teknologi vil fremstå som en nyskabelse med mulighed for at kunne blive en "gamechanger" i det højt specialiserede segment for analysearbejde.

Det skal bemærkes, at insidere i ledelsen har gennemført køb af aktien på det seneste. Selskabets køb af en stor aktiepost fra Synerco ApS under konkurs er en positiv faktor omkring ejerskabet, da dette "usolgte lager af aktier" dermed er delvist fjernet.

Aktien er egnet for rigtige, langsigtede investorer med blik for potentialet og tålmodighed omkring fremkomst af resultater. For aktien gælder, at omsætningen på børsen fortsat er meget 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 om nogle måneder af det nye high-end billed-cytometer. Dette analyseinstrument skal for alvor placere selskabet inden for celleanalyse, således at den nye metode med billedanvendelse kan erobre en solid markedsandel fra de eksisterende udbydere, som benytter de kendte teknologier.

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	49.000
Resultat før R&D reg.	-3.289	-3.634	-230	435	-269	856	2.500
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	-5.100
Samlet R&D regulering	5.349	2.074	1.003	-11.929	1.730	790	900
EBIT	2.060	-1.560	773	-11.494	1.461	1.646	3.400
Renter	550	11	-544	349	-405	-496	-300
EBT	2.610	-1.549	229	-11.145	1.056	1.150	3.100
Skat	1.988	-2.138	-121	+1.277	-710	+147	-700
Nettoresultat	4.598	-3.687	108	-9.868	346	1.297	2.400
Balance	65.164	62.716	60.779	49.891	50.805	51.350	48.000
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	1.000
Egenkapital	56.312	56.625	52.710	42.861	43.233	44.530	41.000
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	1.256
R&D regulering*	+167	+65	+30	-4	49	23	23
Løn	499	504	533	535	567	629	560
Driftsoverskud (EBIT)*	66	-49	23	9	42	47	87
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	0,15
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	2,62

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.