

## ChemoMetec er en særdeles interessant langsigtet investeringsmulighed fordi:

- Salg og indtjening er hastigt stigende som følge af en ændring af strategien med brug af egne sælgere frem for distributører.
- Selskabets forretningsplan for produktudvikling, fabrikation, markedsføring og salg er velgennemtænkt og giver gennemslag, idet eget salg har en meget høj bruttoavance. Der kræves stor teknisk indsigt for at sælge de stadig mere avancerede produkter: Flere markeder vil kunne opnå høj vækst via eget salg. Det øger dog de faste omkostninger (følsomheden).
- Høj innovationsgrad: Et nyt high-end billedcytometer ventes frigivet til salg på udvalgte markeder i november. Det nye produkt er primært rettet mod analyse af celler, der er 10 gange så stort et marked som celletælling. Første skridt ind i dette segment var lanceringen af NC-3000 i 2010. Et andet nyt produkt, NC-High (tælling), ventes lanceret medio 2018.
- Succesfuld introduktion af det nye produkt vil få stor betydning. Upside kan blive særdeles stort, hvis det nye high-end billedcytometer for alvor ændrer den eksisterende analyseform og forbedrer indsigten i cellers funktion. Markedet vokser i reglen hver gang, der tilføjes nye eller lettere analysemetoder.
- Selskabets instrumenter ligger i toppen mht. kvalitet (nøjagtighed) og pris. Dækningsbidraget er derfor højt, hvilket også gælder for de nødvendige forbrugsartikler. Let betjening og høj effektivitet uden tidstab ved rengøring og kalibrering eller servicering giver samlet set en lav pris per udført analyse. Det høje dækningsbidrag betyder, at mersalg i høj grad forbedrer bundlinjen. Samtidig indebærer salget af stadig flere instrumenter, at det efterfølgende salg af forbrugsartikler vokser.
- Omsætteligheden af selskabets aktie på børsen er tilfredsstillende. Generalforsamlingen forventes at vedtage en ramme for køb af egne aktier på 20% (selskabet ejer pt. 10%).
- Vi anser ChemoMetec for at være en særdeles spændende aktie på langt sigt. Samtidig mener vi, at selskabet er et potentielt take-over emne som specialist i sin egen niche, hvor der findes store udviklingsmuligheder. Dette potentiale overstiger selskabets egne kræfter. Strukturen på ejersiden indebærer imidlertid, at et fjendtligt take over bud ikke kan lade sig gøre. Samlet må ChemoMetec betragtes som en spændende, teknologibaseret aktie.

Aktuel Kurs: 36,5

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 572 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q1 den 11-11. Halvår den 10-02-2017



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår – tredje opjustering i år.

For regnskabsåret 2016/17 (01-07 til 30-06) forventer ledelsen en omsætning på 90-100 mio. kr. (+6-17%) og et bruttoresultat (EBITDA) på 15-25 mio. kr. (22,6 i 2015/16). 10-15 mio. kr. vil blive investeret i produktudvikling, produktionsanlæg og immaterielle rettigheder. Ledelsen påpeger en vis usikkerhed omkring salget i Storbritannien efter BREXIT-beslutningen, ligesom der vil blive anvendt salgsressourcer til at bringe et nyt produkt på markedet, hvorfra der først for alvor ventes indtæter i 2017/18.

### Anbefaling:

Kort sigt: Hold (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Kursudvikling 0-6 mdr.: 35 – 45 (uændret)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 45 – 60 (uændret)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb 07-03-2016 v/kurs 39

Høj / Lav 12 måneder: 48,1 / 18,3. Kursudvikling siden 2009:



### Muligheder

En målrettet øget indsats med egne sælgere kan løfte omsætning og indtjening. Mulighed for stort mersalg i Asien med denne fremgangsmåde på sigt. Stigende bestand af instrumenter giver efterfølgende fremgang i salget af forbrugsartikler med højt dækningsbidrag. Et nyt high-end billedcytometer skal tage kampen op med de store udbydere i den etablerede branche for avanceret celleanalyse. Ledende teknologi og stærke produkter giver selskabet en stor take-over værdi.

### Risici

Det er vigtigt, at det nye high-end billedcytometer vil kunne leve op til forventningerne hos kunderne. Generelt er succes i udviklingen af nye produkter afgørende. Effektiv patentbeskyttelse er central for udnyttelse af produkternes potentiale. R&D-indsatsen kræver et højt niveau i omsætningen for at sikre en robust økonomi til at kunne udbygge den førende stilling teknisk og kvalitetsmæssigt. Trods stigende børsomsætning i aktien, er kursudsvingene fra dag til dag fortsat store.

## Facts om ChemoMetec

- ChemoMetec blev etableret i 1997. Hovedsædet er placeret i Allerød, hvor fremstillingen af måleinstrumenter og forbrugsmaterialer finder sted. Efter køb af selskabets domicil er der plads til en betydelig produktionsudvidelse. I begrænset omfang gøres brug af underleverandører. Al kontrol af de færdige instrumenter varetages af hovedkontoret. Selskabet beskæftigede i 2015/16 i gennemsnit 46 medarbejdere (op fra 39). Ved udgangen af regnskabsåret 2015/16 var man dog nået op på 57 medarbejdere plus et antal tilknyttede medarbejdere på konsulentbasis, herunder en af stifterne af selskabet. Antallet af medarbejdere i de udenlandske salgsenheder er vokset fra 4 til 11.
- Salg og support varetages i stigende omfang direkte fra hovedkontoret i Danmark, ligesom der er egne sælgere og supportere i England, Tyskland, Frankrig og Holland. Det hollandske salgskontor blev etableret i første halvår 2016, og herfra serviceres udover Benelux også Israel. Salget i USA/Canada varetages af et datterselskab i Davis, Californien. Der er planer om etablering af et salgskontor i nærheden af New York, idet der satses på at øge afsætningen i USA/Canada. I Asien anvendes fortsat distributører som mellemlid, men her er der sonderinger i gang med henblik på selv at forestå salget i udvalgte lande.
- Strategien i salgsindsatsen blev ændret for seks år siden ved etablering af et datterselskab i USA, således at man selv direkte varetog salget. Baseret på succes med denne linje er der i de sidste tre år trinvis indført en tilsvarende struktur i Europa. Det har klart bidraget til at løfte salget betydeligt. Denne ændring er altså afgørende og succesfuld. Det har medført stigende udgifter i salgsprocessen, men det opvejes dog af færre udgifter til tredjemand. Strategiskiftet har været en klog beslutning.
- ChemoMetec udvikler, producerer og sælger analyseinstrumenter til celletælling og celleanalyse (cytometri) baseret på en patenteret teknologiplatform. Selskabet råder over 17 patentfamilier, hvoraf der er udtaget 65 patenter, heraf 18 i USA. 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.
- Det første produkt 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; anvender billedcytometri i stedet for den normale flowcytometri). Desuden sælges en række branchespecifikke instrumenter kaldet SP-100, YC-100, SCC-100 og SCC-400. Sidstnævnte blev lanceret i 2015.
- Oprindeligt fokuserede ChemoMetec på markedet for celletælling, men med de nyere instrumenter har man udvidet aktiviteten til også at omfatte celleanalyse, der vurderes til at være ti gange større end markedet for celletælling. Instrumenter til celleanalyse er meget komplicerede, hvilket stiller store krav til sælgernes tekniske viden. Henset hertil er strategien om selv i stigende grad at varetage salget des vigtigere. Distributørernes evne og lyst til at sælge ChemoMetecs produkter begrænses nemlig af kravet om stor teknisk indsigt, hvilket er et krav fra kundernes side for at acceptere denne nye type instrument.
- Kunderne findes inden for pharma-, biotek-, fødevarer-, bryggeri-, mejeri-, landbrugsvirksomhed og forskningsinstitutioner.
- Salgsfordelingen i det seneste regnskabsår var: **1) Geografisk:** Europa inkl. Danmark 45%, USA/Canada 41%, resten af verden 14%. **2) Produktkategorier:** Instrumenter 53,5%, Forbrugsvarer 41,8% og andet 4,7%. **3) Opgjort på kundesegmenter:** Pharma/Life Science 68,0%, Sædanalyse 18,4%, Mælkeanalyse 4,4, Ølproduktion 4,1%, andet 5,1%.
- ChemoMetec deltager i sponserede forsknings- og udviklingsprojekter, hvor selskabets teknologi indgår i et formålsbestemt setup, eksempelvis undersøgelse af menneskets sædkvalitet og kræftceller. Der er tale om projektbevillinger/aftaler.
- Ledelse: Michael Eising (1967) er administrerende direktør. 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. Ved udgangen af regnskabsåret 2014/15 havde selskabet tilsvarende 1.492 navnenoterede aktionærer. Følgende aktionærer ejer over 5 % af aktierne: ChemoMetec Holding A/S 31%, Michael Eising 6%, Anders Hansen 5%, mens selskabet ejede egne aktier svarende til 10% af aktiekapitalen. Der er i alt udstedt 17.402.479 aktier (15,67 mio. udestående).
- Kursudvikling: I løbet af regnskabsåret er kursen steget fra 17,1 til 33,8. Markedsværdien steg således fra 298 mio. kr. til 588 mio. kr. svarende til en fordobling. I årets løb blev der handlet 15,7 mio. styk aktier svarende til den cirkulerende mængde. Børsomsætningen i aktien er således nu blevet høj.
- Regnskabsåret løber fra 01-07 til 30-06.

## Status over 2015/16

Regnskabsåret 2015/16 har givet ny rekord for ChemoMetec. Strategien om selv i stigende grad at forestå salget har løftet afsætningen betydeligt. Omsætningen steg således med hele 39% til 85,2 mio. kr. Bruttoindtjeningen er fulgt med op til et EBITDA på 22,6 mio. kr. Ved regnskabsårets start forventede ChemoMetec et salg på 65-70 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 10-13 mio. kr. Siden hen er fulgt fire opjusteringer, hvor den sidste lød på et salg på ca. 85 mio. kr. og et EBITDA-resultat i den øvre ende af intervallet 19-25 mio. kr. Forventningerne til året er således indfriet og overgår dermed langt den oprindelige målsætning.

Salget har udviklet sig flot i både USA/Canada og Europa (inkl. Danmark) med stigningstakter på hhv. 52 og 43%. Salget i Europa har især udviklet sig flot i Tyskland, England og Danmark. England er selskabets største europæiske marked. BREXIT afgørelsen indtraf umiddelbart (23-06) inden afslutningen af årsregnskabet, og har derfor ikke haft negativ indvirkning. ChemoMetec melder dog om en vis tilbageholdenhed hos kunderne omkring anskaffelse af nye celleinstrumenter efter BREXIT. Det medfører usikkerhed omkring salget i 2016/17, hvilket er en del af forklaringen på den forsigtige udmelding om forventningerne til det nye regnskabsår.

Generelt meldes der om fremgang på alle markeder og regioner i 2015/16. Svagest har salget udviklet sig i "Resten af Verden" med en fremgang på kun 4%. Kina, Japan, Sydkorea, Taiwan og Singapore står for 75% af omsætningen i "Resten af Verden", hvor man i overvejende grad sælger via distributører. Det står ikke direkte i regnskabet, men vi forventer, at ledelsen for området "Resten af Verden" vil overveje at oprette egne salgskanaler på de vigtigste af disse markeder. Det vil i så fald givetvis kunne øge salget markant men også udgifterne og risikoen. Grundige overvejelser skal således lægges til grund for en sådan beslutning.

Celletællingsprodukterne NC-200, NC-250 og NC-100 tegnede sig for et salg på 45,5 mio. kr. Omkring 40% af sidste års omsætning blev opnået fra salg af forbrugsvarer. Så vidt vi kan vurdere det, sælger NC-3000 på et acceptabelt niveau, men her burde der være et potentiale. Salget af denne avancerede model udgjorde 12,5 mio. kr. mod 9,0 mio. kr. året før. Salgsprocessen kræver stor teknisk indsigt, og her er brugen af distributører en hæmsko.

Brancheløsningerne (SP-100, YC-100, SCC-100 og SCC-400) udgør fortsat en vigtig del af salget til trods for, at de tre førstnævnte analyseinstrumenter har været på markedet i mange år. Upside er begrænset qua markedets størrelse, men ChemoMetec fastholder sin stærke stilling i denne niche med kunder, der foretager tælling af mange prøver hver eneste dag og har behov for effektiv drift.

Henset til at markedet for celletælling og –analyse af ChemoMetec vurderes at vokse med 10% årligt, er selskabets vækst i salget på 39% udtryk for, at selskabet i den grad vinder markedsandele.

Vi vil betegne årsregnskabet for 2015/16 som særdeles flot. 2016/17 tegner til at udvise lavere vækstrater, idet der dog lægges op til en markant fremgang i salget – og dermed formentlig også indtjeningen – i 2017/18, hvor et nyt produkt, der omtales nedenfor, vil kunne bidrage til at løfte salget. Usikkerheden er vokset pga. en kraftig udvidelse af medarbejderstaben og færdiggørelsen/introduktionen af et nyt avanceret celleanalyseinstrument. Hertil kommer de ydre forhold, hvor Brexit giver usikkerhed for det normalt gode marked i UK.

## Produkterne

ChemoMetec tilbyder en målrettet produktportefølje af instrumenter til celletælling og –analyse. Instrumenterne udvikles løbende, så de konstant lever op til kundernes behov og myndighedernes krav. Fælles for instrumenterne er, at de benytter lukkede engangskassetter eller engangsanalysekamre, reagenser og kits, hvilket indebærer et stort salg af forbrugsartikler. Instrumentet kommer nemlig ikke i kontakt med prøven, der befinder sig i en cassette/glasbeholder, og det skal derfor ikke rengøres eller kalibreres. Jo flere instrumenter der sælges, jo flere forbrugsartikler bliver der brug for straks efter. Den samlede bestand af instrumenter og antallet af udførte analyser er derfor vigtig for udviklingen i salget af forbrugsartikler. Da instrumenterne er lette at anvende og holdbare, er der stor afsætning af forbrugsartikler. Omvendt kendetegner det ChemoMetec's profil, at prisen er høj for instrumenterne. Man konkurrerer ikke på pris men kvalitet. Den samlede pris for hver udført analyse er konkurrencedygtig, da merudgifter til servicebesøg og driftsafbræk hos kunden er en undtagelse. For kunderne er det vigtigt konstant at kunne udføre nøjagtige analyser nemt, hurtigt og effektivt. Driften skal fungere hele tiden uden afbræk.

NC-100 kom på markedet for 15 år siden og er selskabets oprindelige og ældste 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 (12 år) sælger dette instrument fortsat godt og udgjorde med et salg på 15,7 mio. kr. en andel af koncernens salg på 18%. Det er især salget af forbrugsartikler, der bidrager til det høje salg. Der er tale om et nichemarked med begrænset konkurrence. Markedet vurderes til at være på 50-100 mio. kr., og ChemoMetec har derfor en høj markedsandel i dette segment. 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 for nedadgående, idet en forbedret udgave, NC-200, blev lanceret i 2011. Anskaffelsesprisen er højere end lignende produkter fra konkurrenterne, men det opvejes af lavere løbende udgifter, idet der kun er brug for én cassette pr. måling mod to for NC-100. NC-200 er primært rettet mod life science research markedet. Her er der indtrådt en ny udvikling med anvendelse af instrumentet i forbindelse med nye metoder til individuel behandling af kræft, hvor der er behov for kontrol af celler.

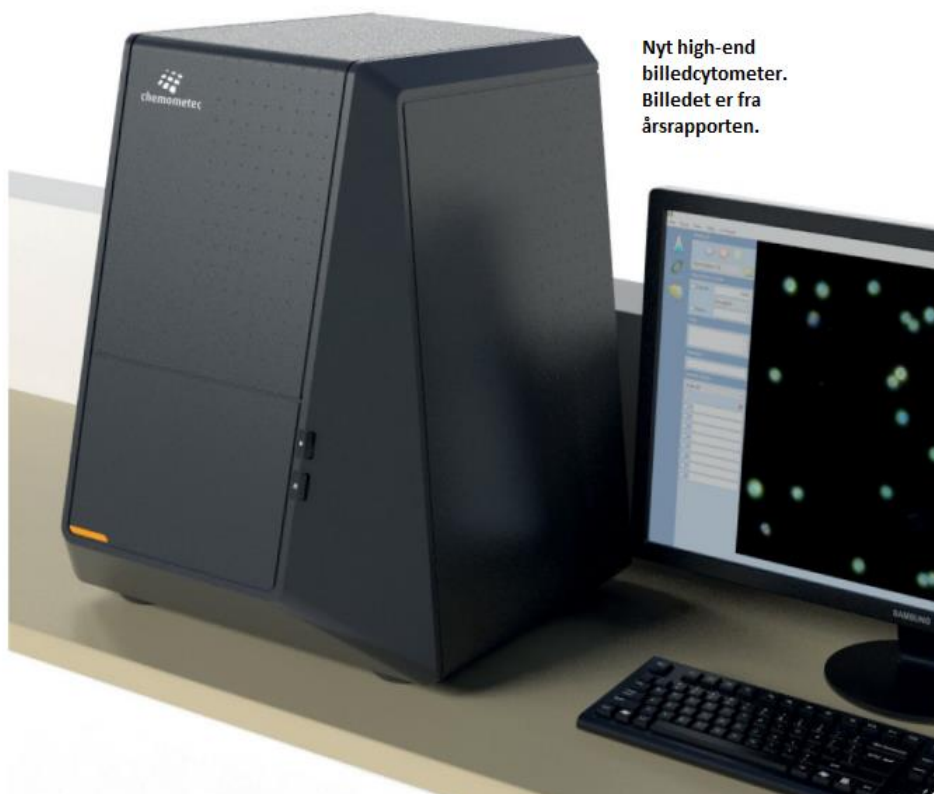
NC-250 er et high-end celletællingsinstrument, der benytter engangstællekamre af glas. NC-250 udmærker sig ved lav pris og lave analyseudgifter samlet set og er specielt udviklet til salg i Asien. NC-250 er udviklet på grundlag af teknologi fra selskabets mest avancerede instrument, NC-3000.

NC-3000 er ChemoMetecs spidsprodukt, hvortil der har været anvendt store udviklingsudgifter. Instrumentet anvender billedcytometri i modsætning til de eksisterende apparater fra konkurrenterne, der benytter flowcytometri ved målingerne. Produktet har en meget brugervenlig og fleksibel analyseplatform, der gør det nemt, hurtigt og effektivt at udføre normalt komplicerede og tidskrævende analyser. NC-3000 kan anvendes til både celletælling og –analyse. NC-3000 sælges til et segment, hvor kunderne ønsker høje tekniske egenskaber og er parat til at acceptere en høj anskaffelsespris. NC-3000 kan opstilles decentralt på det sted, hvor der er brug for at foretage og vurdere analysen - i modsætning til centrallaboratorier. Det er en vigtig salgspareparameter. ChemoMetecs egne sælgere forestår i stigende grad salget af dette meget specialiserede produkt, hvor der kræves stor detailviden. Til NC-3000 tilbydes software, som opfylder vigtige krav (21 CFR Part 11) hos de amerikanske sundhedsmyndigheder, FDA. Det er en afgørende egenskab for brugerne.

ChemoMetec står selv for produktionen af analyseinstrumenterne. En række underleverandører anvendes til fremstilling af komponenter som printkort og plastdelene i kassetteproduktionen. Ordrehåndtering, styring, montage, justering og kvalitetskontrol udføres i Allerød.

Siden 2001 har ChemoMetec solgt mere end 3.000 instrumenter, og det gennemsnitlige antal udførte analyser pr. instrument er stigende. Det høje antal analyser viser, at selv produkter, der er solgt for 10-15 år siden, fortsat finder anvendelse. Det viser kundernes høje loyalitet overfor selskabet, men det skyldes også, at det er forbundet med et stort og omkostningstungt arbejde for kunderne at udskifte eksisterende instrumenter med nye (validering). Det er både positivt og negativt. Kunderne har således en barriere omkring udskiftning, hvilket naturligvis også gælder omkring skift fra en anden leverandør til ChemoMetec, hvilket måske kan være en del af forklaringen på, hvorfor salget af NC-3000 ikke er vokset langt mere end tilfældet er, når instrumentet indeholder så mange fordele.

## Nye, banebrydende produkter er på vej



Nyt high-end billedcytometer. Billedet er fra årsrapporten.

ChemoMetec er tæt på at færdiggøre videreudviklingen af NC-3000 i form af et helt nyt high-end billedcytometer. Det bliver baseret på fluorescensmikroskopi kombineret med en automatisk billedanalyse. Følsomheden bliver forbedret i forhold til NC-3000, hvilket betyder, at selv svage fluorescenssignaler kan opdages og analyseres. Følsomheden bliver på niveau med, hvad de bedste flowcytometre i dag kan præstere. Billedcytometeret vil desuden kunne opdage mere end ti fluorescerende egenskaber hos cellerne i samme måleprocedure, ligesom billederne indeholder information om cellernes form, størrelse, klumpningsgrad m.m. I modsætning til de flowcytometre, der findes på markedet, kan billedcytometeret give præcise informationer om, hvor de forskellige markører er lokaliseret inde i cellerne. Af årsregnskabet fremgår det, at det nye produkt vil have en række unikke egenskaber der ikke nævnes specifikt. Det oplyses, at produktets mest unikke egenskab slet ikke er blevet omtalt endnu. Spændende punkt. Detaljeringsgraden synes således at blive meget stor. ChemoMetec oplyser, at anvendelsesmulighederne for det nye

produkt har vist sig at være bredere end først antaget. Man har derfor været nødt til at øge ressourceindsatsen i projektet betydeligt. Ledelsen vurderer, at det vil blive muligt at opnå en højere salgpris end først antaget, og at det samlede marked, der kan adresseres, vil være markant større end hidtil kalkuleret. Det lover alt sammen godt for fremtiden. Produktet forventes frigivet til salg i november 2016 til en snæver kreds af kunder på et begrænset geografisk marked. Intentionen er at få input fra disse kunder, hvorefter eventuelle forbedringer kan indpasses før salget for alvor ruller ud. Tidsperspektivet synes således at være, at salget først for alvor går i gang medio 2017, hvorfor det vil få en begrænset effekt på omsætningen i regnskabsåret 2016/17. Den afgørende effekt vil så komme med fuld kraft i regnskabsåret 2017/18, hvor vi ser mulighed for en betydelig salgsmæssig fremgang.

Et andet udviklingsprojekt, NC-High, blev igangsat i 2014/15. Der er tale om et produkt med en høj analysekapacitet, der kan supplere de nuværende produkter rettet mod celletællingsmarkedet som et effektivt driftsinstrument. Det vil blive udstyret med en genbrugskuvette. Forbrugsartiklerne vil være engangsprøverør og reagenser. NC-High har dog lavere prioritet end high-end billedcytometeret, hvilket vil medføre en forsinkelse i produktudviklingen. Tidspunktet for produktlancering skubbes derfor et år til medio 2018.

Så vidt vi forstår tingene, vil NC-High blive en form for afløser til de eksisterende produkter rettet mod celletællingsmarkedet for kunder med mange daglige analyser, altså industrielt brug. Forsinkelsen får næppe stor betydning, idet kunderne blot vil fortsætte med køb af de eksisterende produkter. Det er en fornyelse med effektivisering og cost fordel som salgsargument.

High-end billedcytometeret er rettet mod markedet for celleanalyse, der er ti gange større end markedet for celletælling. Markedet for celleanalyse domineres af få store udbydere, og det er dem, som ChemoMetec nu forsøger at tage kampen op imod. Umiddelbart ser det ud til, at produktet fremstår som bedre end de bestående produkter på markedet. Indtrængningsbarrieren er dog stor, da kunderne ikke bare skifter til nye produkter uanset om de er bedre. De skal først igennem en vurderingsperiode med tests m.m., før produkter der nu og her virker, skiftes ud med bedre produkter. Her drejer det sig også om en anden teknologi. Hvis high-end billedcytometeret virkelig bliver banebrydende, kan det på sigt føre til et markant løft i salg og indtjening. I sidste ende kan det føre til et købstilbud på selskabet, såfremt de nuværende markedsledere inden for celleanalyse ikke ønsker konkurrence fra ChemoMetec men selv vil overtage kontrollen med den nye metode. Den forestående lancering af det nye high-end billedcytometer åbner helt nye perspektiver.

## Lidt matte udsigter for 2016/17, men 2017/18 kan blive særdeles interessant

Ledelsens udmelding for 2016/17 tyder på begrænset vækst set i forhold til de sidste par års tempo. Indtjeningen forventes at lande tæt på uændret, hvilket dog skyldes udgifter til produktinnovation og lanceringen af det nye high-end billedcytometer. Desuden har ledelsen givetvis forsøgt at indregne voksende risiko omkring salget i England efter BREXIT i sin guidance for 2016/17. I de senere år er investorerne blevet vænnet til, at guidance løbende hæves i løbet af regnskabsåret. Alene i 2015/16 skete det fire gange. Noget lignende skal vi nok ikke forvente for 2016/17 om end vi mener, at den første udmelding for året virker temmelig forsigtig/konservativ. Odds for en eller flere opjusteringer er langt større end risikoen for en nedjustering. For 2016/17 ventes en fremgang i omsætningen på +6-17% og et driftsoverskud på 15-25 mio. kr. (22,6). Investorerne blev da også skuffede ved fremlæggelsen af denne afdæmpede guidance.

Imidlertid skal en aktie vurderes på længere sigt, og fremtiden ser unægtelig meget interessant og lovende ud. Strategien om selv at forestå det meste af salget har vist sin bæredygtighed. Vi ser mulighed for yderligere forbedringer, hvis man overfører succesen til også at omfatte de vigtigste markeder i "Resten af Verden" (især Kina og Japan). Det er imponerende, at selskabets produkter trods mange år på markedet fortsat sælger så godt, og man står især stærkt med de branchespecifikke løsninger, hvor der er et højt dækningsbidrag og lav konkurrence. Desuden er det positivt, at salget af forbrugsartikler fortsætter væksten, selv om de nyeste instrumenter kræver brug af færre engangsartikler.

Selskabet har ingen output-begrænsninger, idet der er ledig kapacitet og udvidelsesmuligheder ved at overgå til produktion om natten også. ChemoMetecs koncept er således skalerbart i volumen. Selvom det går godt med salget efter strategiskiftet, så er det vores vurdering, at det kan stige yderligere. Her ser vi især frem til lanceringen af det nye high-end billedcytometer. ChemoMetec har endnu ikke løftet sløret for produktets mest banebrydende nyhed. Selskabet sætter med det nye produkt for alvor gang i konkurrencen på celleanalysemarkedet, der i omfang er langt større end celletælling. Det er et marked præget af få, store konkurrenter, hvor pris formentlig betyder mindre, hvis funktionerne overgår de eksisterende produkter på markedet. De få selskaber, der i dag sidder på dette segment, vil næppe se stiltiende til. Enten udvikler de nogle endnu bedre analyseinstrumenter (det tager tid), eller også forsøger de at konkurrere på prisen (ikke godt for indtjeningen), eller også fremkommer de med et bud på ChemoMetec. Vi betragter således ChemoMetec som et potentielt take-over emne, hvis det nye high-end billedcytometer er i stand til at ryste strukturen i markedet for celleanalyse og dermed angribe indtjeningen hos de nuværende udbydere.

Aktiens potentiale og risikoprofil skal vurderes som summen af de eksisterende aktiviteter med instrumenter til celletælling og –analyse og den forestående udvidelse inden for avanceret celleanalyse med det nye instrument. ChemoMetec forbereder sig på for alvor at angribe det store marked for celleanalyse. Selskabets kommercielle indgangsvinkel i salg og prispolitik bliver derfor interessant, da man vil udfordre en eksisterende branche med en velindarbejdet struktur, der oven i købet domineres af store koncerner.

Vi anser ChemoMetec-aktien som en særdeles spændende, langsigtet placeringsmulighed. Potentialet findes inden for celleanalyse inklusiv undersøgelse af dele af celler ved hjælp af fluorescens billedteknologi. Det nye måleinstrumentets konkurrencedygtighed inden for celleanalyse baseret på en ny metode og med en højere effektivitet skal afprøves i praksis. Markedet man henvender sig til rummer store udviklingsmuligheder i volumen (antal analyser og måling af stadig flere parametre, hvilket afhænger af instrumentets følsomhed). Risikomæssigt er vigtigt med det nye produkts evne til at erobre markedsandel og konkurrenternes reaktion herpå. I vurderingen af aktien er aspektet med take over mulighed vigtig på længere sigt, dvs. vurdering af den goodwill værdi selskabet har oparbejdet og udsigt til at kunne forøge videre frem i kraft af markedspositionen og den teknologiske styrke i denne niche, herunder patenter og selve produkterne.

**Regnskabstal**

(01-07 til 30-06)

1.000 kr.	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E
Omsætning	37.231	39.201	41.396	45.229	61.239	85.232	100.000
Resultat før R&D reg.	-230	435	-269	856	6.294	13.220	17.000
R&D nedskrivning	0	-11.800	0	0	0	0	0
R&D aktivering	5.192	5.348	5.359	5.886	4.463	7.606	6.000
R&D afskrivning	-4.189	-5.477	-3.629	-5.096	-4.929	-4.929	-6.000
Samlet R&D regulering	1.003	-11.929	1.730	790	-466	2.677	0
EBIT	773	-11.494	1.461	1.646	5.828	15.897	17.000
Renter	-544	349	-405	-496	844	-2.125	-1.200
EBT	229	-11.145	1.056	1.150	6.672	13.772	15.800
Skat	-121	+1.277	-710	+147	+1.276	-3.289	-3.500
Nettoresultat	108	-9.868	346	1.297	7.948	10.483	12.300
Balance	60.779	49.891	50.805	51.350	63.466	90.379	100.000
Immaterielle aktiver	36.843	25.783	26.261	27.051	27.857	27.361	26.000
Nettofinansaktiver	3.008	5.321	6.524	5.098	3.060	-8.111	0
Egenkapital	52.710	42.861	43.233	44.530	46.350	56.849	69.000
Antal ansatte	33	32	35	35	39	46	60
Pr. ansat i 1.000 kr.							
Omsætning	1.128	1.225	1.183	1.292	1.570	1.853	1.667
R&D regulering*	+30	-4	49	23	-12	58	0
Løn	533	535	567	629	704	721	725
Driftsoverskud (EBIT)*	23	9	42	47	149	346	283
Antal aktier mio. styk	17.402	17.402	17.402	17.402	15.670	15.670	15.670
Res. pr. aktie kr.	0,01	-5,67	0,02	0,07	0,51	0,67	0,78
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	3,03	2,46	2,48	2,56	2,96	3,63	4,40

NB: I regnskabsåret 2011/12 er R&D regulering og driftsoverskud opgjort pr. ansat ekskl. en særlig nedskrivning 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 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 Lau Svendsen 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.