

Konklusion

Påvirkningen fra Finanskrisen er blevet klaret via en hurtig nedskæring af omkostningerne. Salget er igen stigende i Q1, og indtjeningen i år forventes opnået som planlagt. Årlig vækst på 15 % skal give et stort løft i aktivitetsniveauet og resultere i en overskudsgrad på 20 % i 2015. Det betyder et stort langsigtet potentiale for aktien. På kort sigt er der dog en mere uklar situation, idet den for planen afgørende næste udgave af systemløsningen, X2, først introduceres om knapt et år. Risikoprofilen er høj som en lille udbyder i en global branche med store konkurrenter og høje krav til produkterne. Anbefalingen er på kort sigt Hold og langt sigt Køb.



Aktuel Kurs: 12

Børs: Small Cap indekset

Markedsværdi: 257 mio. DKK

Antal aktier: 21,437 mio. styk

Næste regnskab: H1 den 18-08-2010



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder efter et godt forløb af Q1 forventningerne til hele året: en vækst i omsætningen på ca. 10 % fra 220 mio. DKK til ca. 240 mio. DKK, hvoraf ca. 60 mio. DKK fra licenser (53). EBITDA resultatet skønnes til 25 (20) og EBIT til 15 (11) mio. DKK. Der forventes en positiv udvikling i likviditeten. Kapaciteten personalemæssigt vil blive udvidet. Stram styring fortsætter

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

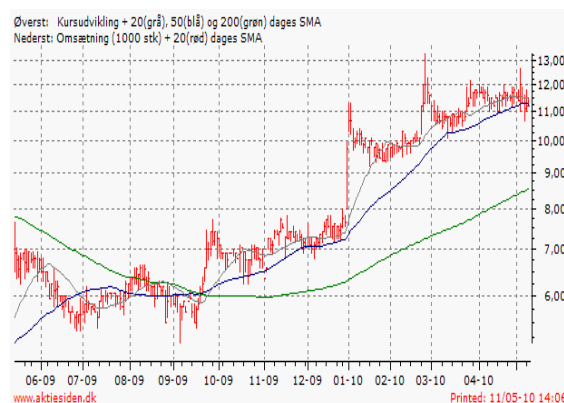
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10,0 – 13,5

Kursudvikling 12-18 mdr.: 15 - 20

Tidligere anbefaling: Køb (marts 2010 ved kurs 10,5)

Kursudvikling de seneste 12 måneder:



12 mdr.

Høj 13,3

Lav 5,15



Muligheder

Systemplatformen Maconomy X1 har mulighed for markant større salg inden for og til tilgrænsende segmenter i professionelle, videnbaserede service organisationer (PSO). Det kan ske såvel geografisk som mht. markedsandel via nye målrettede løsninger for nærtstående brancher. Multinationale koncerner er som kunder vigtige for udbredelse til nye lande. Datterselskaberne i USA og UK fokuserer herpå. Udvidelse af salget har stor gennemslagskraft på indtjeningen (stordriftsfordel - Leverage effekt). Aktien har i kraft af teknologipositionen væsentlig sandsynlighed for at kunne blive genstand for et Take Over bud, hvorved der normalt opnås en merpris for at lokke aktionærene til at sælge.

Risici

Konkurrencen er intensiv. De generelle IT-systemers anvendelighed til at løse styringsopgaver og registrering mv. kan påvirke efterspørgslen på målrettede systemløsninger af Maconomy's type. Evnen til at kunne opretholde gode kunderelationer omkring tilpasning af systemerne er en risikofaktor. Manglende evne til at ekspandere salget og opnå et nødvendigt løft vil kunne forhindre udnyttelse af markedspotentiale og dermed reducere værdien af selskabets aktie. Specifikt har aktien som børsrapir karakter af lav omsætning. Kursudsvingene kan være store, og selv aktieposter af moderat størrelse må handles stilfærdigt for at undgå påvirkning af priserne.

Facts om Maconomy

Virkefelt: IT-systemer til professionelle service-organisationer. Der er udstedt over 130.000 licenser fordelt på mere end 600 kunder, der driver virksomhed i 58 forskellige lande.

Kundetyper: Konsulenter, Markedskommunikation, Revision, Advokater, Forskning, NGO'er.

Indtægtsfordeling i 2009: Licenser 24, Support & Vedligehold 36, Konsulentytelser 38, Andet 2 %.

Geografisk fordeling af eksternt salg i 2009: Danmark 24, Norge 20, Sverige 14, UK 15, Benelux 7, USA 17, Andre 3.

Ledelse: Hugo Dorph adm. direktør (født 1965); Thomas Hartwig formand (født 1950).

Medarbejdere: 209.

Ejerforhold: Henrik Schimming 26,8 %. Nils Marstrand Holding ApS 7,9 %. De ti største aktionærer ejer tilsammen 56 %. Selskabet havde ultimo 2009 2.908 aktionærer. 94 % af aktierne er noteret på navn.

Beskrivelse

Maconomy er leverandør af IT-systemer til professionelle service organisationer (PSO) med henblik på styring af enten hele eller udvalgte delområder af virksomhedens aktivitet, dvs. af ressourcer, medarbejdere, tidsplaner, penge og resultater angående opfyldelse af mål. Projektorienterede virksomheder udgør kundekredsen, og der er typisk tale om mere avancerede serviceerhverv. Brancher som medier, revision, advokater, konsulenter og ingeniørfirmaer er nicher, hvortil Maconomy tilbyder IT-løsninger med en særligt tilpasset profil. Særlige applikationer til basissystemet åbnes for hver kunde ud fra den ønskede brancheprofil. Nye typer af erhverv tilføjes og udvider dermed markedet. NGO'er (Non Governmental Organisations) er således et nyt felt.

Maconomy X1 systemet er den nyeste basisudgave af selskabets ERP-system (Economic Ressource Planning), der blev frigivet til salg i 2009. Det kommende X2 system forventes lanceret til test i andet halvår i år. Selve driften af IT-systemet foregår via en internetløsning på kundens egen server. Ud over prisen for køb af licensen betales for vedligeholdelse og support. Konsulent-opgaver udgør også en vigtig del af den samlede aktivitet, der er organiseret med salgsselskaber i de seks vigtigste markeder. Udviklingsaktiviteten centrerer om hovedkontoret i København med støtte af programmering udført i Ukraine. Indgåelse af nye licens-aftaler er spydspidsen og dermed en vigtig indikator for udviklingen. Nye licenser giver så en afledt virkning efterfølgende med indtægter fra vedligehold og support såvel som salg af flere konsulentytelser.

Selskabet købte i 2008 rettighederne til systemet People Planner, der sælges sammen med Maconomy's løsninger. Det tilbydes dog også som et Stand Alone produkt. Et vigtigt eksternt supplement er blevet tilknyttet med IT-modulet AnalytiX. Yderligere eksterne delsystemer må forventes medtaget i produktpakken fremover for at styrke Maconomy's løsninger.

Geografisk står Maconomy stærkt i Skandinavien og Benelux landene. Aktiviteten i UK og USA er vigtig angående opnåelse af ordrer hos multinationale koncerner med engelsk sprog og dermed udbredelse til deres datterselskaber. I 2009 har det amerikanske datterselskab opnået en kraftig salgsfremgang som et opmuntrende bevis på konkurrenceevnen. Fremgangen fortsatte i Q1. Derimod har markedspositionen i de tysktalende lande ikke udviklet sig til en væsentlig dimension. Sydeuropa er udset som ekspansionsmulighed med Spanien som første land. Placeringen af den offensive indsats styres under hensyntagen til markedernes potentiale og konkurrenceforhold.

Selskabets kunderelationer er langstrakte. Tilgang af nye licensaftaler er vigtig i denne form for Long Tail forretning, der vil generere omsætning i de efterfølgende år. Antallet af brugere er nået op på ca. 130.000. Tilfredse kunder udgør en vigtig reference for salget, og introduktion i nye brancher kan åbne store markedsmuligheder. Eksterne forhandlere og samarbejdspartnere dækker visse mindre markeder, men betydningen heraf er begrænset. Finanskrisen har reduceret og udskudt efterspørgslen. I betragtning af de hårde ydre vilkår i økonomien har selskabet dog formået at klare sig pænt igennem turbulensen. En nedskæring blev gennemført, men personalestyrken øges nu igen. Man har anvendt de trykkede forhold til at uddanne et helt hold af nye konsulenter for at opruste kapaciteten på dette område. Generelt fokuserer ledelsen hele tiden på motivation og styring af medarbejderne med klare mål og værdier som udgangspunkt.

Strukturen i Maconomy er bygget op om de centrale funktioner i hovedkontoret med teknisk udvikling og opretholdelse af systemplatformen. Her beskæftiges knapt halvdelen af personalet. De resterende ca. 110 personer er nogenlunde ligeligt fordelt på de 6 salgsenheder (Danmark, Sverige, Norge, Benelux, UK, USA)

Fremtidsudsigter

Årene 2006-08 var en stabiliseringsfase under mottoet "Roadmap for Growth I". Den blev opfyldt. En ny plan blev så lanceret for årene 2009-11, "Roadmap for "Growth II" med et mål om en omsætning på 100 mio. Euro (ca. 750 mio. DKK) i 2011 og en EBITDA bruttomargin for indtjeningen på 15 %, dvs. en tredobling af salgets størrelse. Heri indgik dog også tilkøb af andre virksomheder. Finanskrisen kom imidlertid på tværs af disse planer, som blev udarbejdet i de gode tider. Vilklarene for efterspørgsel og konkurrence blev forandret væsentligt i negativ retning.

En ny og mere realistisk plan er fremlagt for perioden 2010-15 med navnet "Global Choice 2015". Perspektivet er særdeles spændende - selv om der ikke længere tales eksplicit om køb af andre selskaber. Hensigten er at opnå et afgørende løft i omsætningen og således udnytte potentialet i systemplatformen, dvs. en opgearning af salget. Ambitionen er at styrke markedspositionen og placere sig som en af branchens tre ledende specialister i Nordamerika. I gennemsnit påregnes 15 % vækst i omsætningen. Overskudsgraden opgjort som EBIT skal nå op på ca. 20 % i 2015. Disse to tal er de afgørende økonomiske parametre. Såfremt planen realiseres, vil det betyde en omsætning i 2015 på 500 mio. DKK med et EBIT-overskud på ca. 100 mio. DKK. Kapitalbindingen er generelt lav i Maconomy. Høj vækst vil derfor ikke kræve store investeringer og renteudgifter. I udgangspunktet er selskabet gældfrit med 52 mio. DKK i likvid reserve.

Hvis der tages udgangspunkt i disse mål, svarer det til en fordobling af salget opgjort i faste priser. Omkostningerne må derimod kun vokse i et tempo svarende til 2/3 af væksten i omsætningen. Leverage (vægtstangseffekten) skal løfte Maconomy op i en højde som giver afgørende økonomisk styrke og afkast. Det vil være opfyldelsen af den oprindelige ide ved børsintroduktionen om at selskabet økonomisk skal "gå i orbit" ligesom en satellit i kredsløb om jorden. Nogen hurtig og entydig afklaring på evnen til at passere Milestones i denne ambitiøse proces kan ikke forventes. Tværtimod skal X2 udgaven af systemet færdiggøres i år og lanceres med større udgiftsbelastning i starten og efterfølgende afkast. X2's konkurrenceevne bliver vigtig. Ledelsen fremhæver, at der i kundekredsen er stor interesse for forbedret styring af ressourcer og økonomi samtidig med at indtjeningen hos kundekredsen igen giver plads til fremadrettede forbedringer inden for IT. Udskudte projekter kan derfor atter blive sat i gang og give ordrer.

Plan no. 1 med genopretning blev opfyldt. Plan no. 2 blev spoleret af Finanskrisen. Nu gælder det så Plan no. 3, der er udformet mere langsigtet med 5 år som ramme i modsætning til 3 år for de to første. Ambitionen er høj men realistisk. Personalet skal udvides med ca. 150. For os at se er det afgørende punkt, at overskudsgraden (korrigeret for aktivering af udviklingsarbejde) kommer op over 10 %, da dette niveau må anses for et mindstekrav i forhold til virksomhedens art og risiko i et marked med store konkurrenter med bredere profil og høj styrke. Forventningerne til 2010 vil indebære en EBIT marginal korrigeret for aktivering af projekter på ca. 5,5 %. Dermed kan det beregnes, at en 10 % margin i 2011 vil kræve en omsætning på ca. 270 mio. DKK (+12 %). Med introduktionen af X2 systemet som en stærk nyhed bør det være muligt. Generelt er det afgørende, at der hele tiden sikres et højt teknisk niveau for IT-systemerne. Indsatsen i udviklingsarbejdet synes at være tilfredsstillende, og det er grundlaget for al vækst.

Aktien som investering

Potentialet i virksomheden er stort. Udfordringen for ledelsen består i at udnytte dette samtidig med at teknologiplatformen hele tiden skal være "up to date". IT-løsningens konkurrenceevne er afgørende med de specielle kundetyper som målgruppe. Derfor er det vigtigt at udvide antallet af brugere i de brancher man henvender sig til. Gradvis udvides dækningen også til nye erhverv. På omkostningssiden udgør løn og indirekte poster relateret hertil næsten hele udgiften, hvorfor styring af personalets indsats og præstationer er centralt for det økonomiske udfald.

X2 systemets evne til alt slå igennem salgsmæssigt bliver næste store spørgsmål, men frigivelse til salg forventes ikke før starten af 2011. Økonomisk har forløbet af Q1 været fint, og især likviditeten udvikler sig positivt. Derfor fastholder ledelsen prognosen for 2010 som helhed. Maconomy's mulighed for at udnytte stordrift til at svinge sig op på et markant højere niveau er den store chance. Det kræver tid, og aktien er af natur langsigtet. Vækstplanen synes endog at have en struktur med indeværende år som en periode med akkumulering af styrke før et Take Off. Udfaldet af X2 systemets salgsmæssige styrke vil først blive kendt i løbet af 2011. 2015-planens afgørende produkt er ikke klart endnu. Forsinkelser kan således indtræffe som en risikofaktor.

For 2010 er der udsigt til et overskud før skat (EBT) på 16-18 mio. DKK. Skatteposten vil være minimal pga. tidligere underskud, der kan genvindes. Aktivering heraf afhænger af sikkerheden i selskabets indtjeningsevne. Underskudsaldoen vil række mange år frem, og aktien kan derfor bedømmes ud fra indtjeningen før skat. Markedsværdien er 244 mio. DKK ved kurs 11,4. Selskabets likvide beholdninger udgør 52 mio. kr. Set i forhold til en personalestab på 209 er prisen pr. arbejdsplads altså meget lav med kun 1.167.000 DKK. P/E-tallet beregnet på 2010-estimat er 14,2 (11,4/0,8). For 2011 burde det være muligt at opnå en markant forbedring. Usikkerheden er således aktiens væsentligste negative side. Det skal desuden fremhæves, at Maconomy i kraft af sin interessante IT-produktplatform og vækstmulighed repræsenterer en chance for et Take Over bud. Her kan store konkurrenter muligvis se en fordel i at erhverve en sådan niche-aktør med fokus på avancerede former for serviceerhverv.

Regnskabstal

mio.kr.	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
Omsætning	180	223	231	220	240	270
EBITDA	-10	7	9	20	25	30
EBIT	-12	2	1	11	15	19
Resultat før skat	-11	2	1	12	17	20
Nettoresultat	-16	1	0	22	17	20
Afholdt udviklingsudgift	36	36	38	30	36	40
Balance	143	152	167	209	225	240
Likvide aktiver	53	45	41	43	50	70
Immaterielle aktiver	3	5	31	44	45	38
Egenkapital	61	62	76	102	119	139
Antal ansatte	191	216	224	211	225	245
Res. pr. aktie DKK	-0,80	0,05	0,01	1,05	0,80	1,00
Indre Værdi pr. aktie DKK	3,09	3,15	3,66	4,75	5,55	6,50
EBITDA/Omsætning %	-5,5	3,2	3,9	9,1	10,4	11,1
Egenkapitalforr. %	NA	1,7	0,0	24,8	15,4	15,5
Egenkapitalandel %	43	41	46	49	53	57

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Maconomy A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer aktier i Maconomy A/S på tidspunktet for analysen, ligesom aktien er med i Aktieinfos kortsigtede Modelportefølje. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

