

Konklusion

Selskabet har klaret sig godt igennem det økonomiske kriseår 2009. En ny og mere langsigtet vækstplan er lanceret for perioden 2010-15. Konkurrenceevnen øges ved intern styrkelse omkring mål, ledelse og personale. Den næste generation, systemplatformen X2, skal testes i andet halvår. Aktien har stort langsigtet potentiale såvel som Take Over mulighed. Risikoprofilen er høj som en lille udbyder i en global branche med store konkurrenter og høje krav til produkterne.



Aktuel Kurs: 10,5

Børs: Small Cap indekset

Markedsværdi: 225 mio. DKK

Antal aktier: 21,437 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 28-04-2010



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

For 2010 forventer ledelsen en vækst i omsætningen på ca. 10 % fra 220 mio. DKK til ca. 240 mio. DKK. Licenseerne forventes heraf at vokse til 60 mio. DKK (53). EBITA skønnes til 25 (20) og EBIT til 15 (11) mio. DKK. Kapaciteten vil blive styrket med cirka 25 medarbejdere. Usikkerheden i de generelle økonomiske forhold har fortsat stor vægt, og styringen er derfor stram med fortsat fokus på likviditeten.

Anbefaling:

Kort sigt: Køb

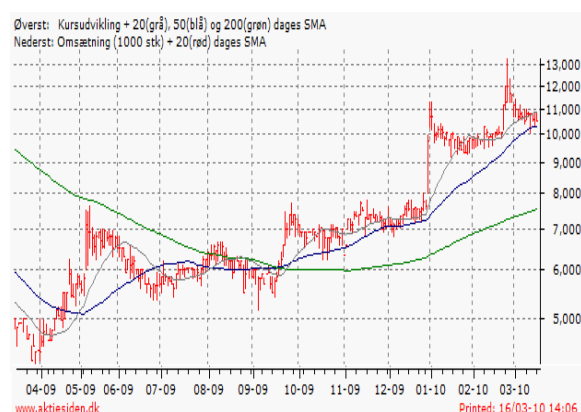
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 9 - 12

Kursudvikling 12-18 mdr.: 14 - 20

Tidligere anbefaling: Langsigtet Køb

Kursudvikling de seneste 12 måneder:



12 mdr.

Høj 12,0

Lav 4,25



Muligheder

Systemplatformen Maconomy X1 kan udbredes markant på kundesiden såvel som geografisk via tilføjelse af 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 aktionærerne til at sælge.

Risici

Konkurrencen fra andre udbydere er intensiv med mulighed for afgørende fortrin for andre systemleverandører. IT-systemernes anvendelighed til at løse styringsopgaver og registrering mv. kan påvirke efterspørgslen på målrettede systemløsninger af Maconomy's type. Evnen til at opretholde gode kunderelationer er en risikofaktor. Manglende evne til at ekspandere salget vil kunne hindre selskabet i at udnytte sit tekniske 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 serviceorganisationer. Der er udstedt over 126.000 licenser fordelt på mere end 600 kunder, der driver virksomhed i 58 forskellige lande.

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

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

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

Ledelse: Hugo Dorph adm. direktør (44); Thomas Hartwig formand (59).

Medarbejdere: 201.

Ejerforhold: Henrik Schimming 26,8 %. Nils Marstrand 5,5 %. De ti største aktionærer ejer tilsammen 56 %. Selskabet har 2.908 aktionærer, og 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 udførelse af mere avancerede opgaver. Brancher som medier, revision, advokater, konsulenter og ingeniørfirmaer er således væsentlige niches, 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 en ny type af kunder.

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 2010. 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 er en anden 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 med afledt virkning på efterfølgende indtægter fra vedligehold og support såvel som konsulentytelser.

Selskabet købte i 2008 rettighederne til systemet People Planner, der sælges sammen med Maconomy's løsninger men det tilbydes 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 udbudsløsninger. Geografisk står Maconomy stærkt i Skandinavien og Benelux landene. Aktiviteten i UK og USA er vigtig angående opnåelse af ordrer hos store multinationale virksomheder og dermed udbredelse til deres datterselskaber. I 2009 har det amerikanske datterselskab opnået en kraftig salgsvækst som et opmuntrende bevis på konkurrenceevnen. 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 muligheder og konkurrenceforhold. Selskabets kunderelationer er langstrakte. Tilgangen af nye brugere er vigtig som en form for Long Tail forretning, der vil generere omsætning i de efterfølgende år. Antallet af brugere er nået op på ca. 126.000. Tilfredse kunder udgør en vigtig reference for salget, hvor 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. Det forsinker beslutningsprocessen med lavere salg af licenser end tidligere forventet. Påvirkningen har heldigvis ikke været drastisk, og indgåelse af den hidtil største ordre lige før årsskiftet 2009/10 sikrede et pænt forløb sidste år. Den indre stabilitet har således vist sig at være fornuftig. I 2009 gennemførtes en nedskæring og tilpasning af personalestyrken, der er fuldstændig afgørende for omkostningernes størrelse. Allerede i år forventes der igen en opgearning af nogenlunde samme størrelse igen, og man uddanner blandt andet et helt hold af nye konsulenter. Der sættes ligeledes kraftigt på intern motivation og styring af de ansatte med klare mål og værdier.

De centrale funktioner beskæftigede sidste år 91 medarbejdere, mens de resterende 110 personer var nogenlunde ligeligt fordelt på de 6 salgsenheder.

Fremtidsudsigter

Årene 2006-08 var en stabiliseringsfase under mottoet "Roadmap for Growth I". 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 med en EBITDA bruttomargin for indtjeningen på 15 %, dvs. en tredobling af salgets størrelse. Heri indgik dog også tilkøb af andre virksomheder. Finanskrisen har imidlertid også hos Maconomy afsporet disse planer, som blev udarbejdet i de gode tider. Villkårene for efterspørgsel og konkurrence er blevet forandret i negativ retning.

Nu er en ny og mere realistisk plan så 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 nu at opnå et afgørende løft i omsætningen og således udnytte potentialet langt bedre i systemplatformen. Ambitionen er at styrke markedspositionen og placere sig blandt de tre ledende specialister i Nordamerika. I gennemsnit påregnes 15 % vækst i omsætningen. Overskudsgraden opgjøret 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, så renteposten vil ikke blive belastet af investeringer. I udgangspunktet er selskabet gældfrit med 43 mio. DKK i likvid reserve. Hvis vi tager udgangspunkt i disse mål, vil det svare til en fordobling af salget opgjøret i faste priser. Omkostningsbasen skal derimod kun udvides i et tempo svarende til 2/3 af væksten i omsætningen. Leverage (vægtstangseffekten) skal løfte Maconomy op i en højde som giver økonomisk styrke og afkast.

Nogen hurtig og entydig afklaring på evnen til at passere Milestones i denne ambitiøse proces kan ikke opstilles eller forventes. Tværtimod skal X2 systemet færdiggøres i år og lanceres med større udgiftsbelastning i starten og efterfølgende afkast. Desuden nævner ledelsen, at en del opgaver hos kunder formodes at være blevet udskudt pga. de hårde økonomiske tider og at denne opstemmede efterspørgsel vil betyde nye ordrer lidt senere. Såfremt konjunkturopgangen forsinkes, således som vi vurderer situationen, kan 2010 risikere at blive mat uden hjælp fra disse udskudte projekter. Genopretningsplanen blev opfyldt, mens Plan nr. 2 blev spoleret af Finanskrisen. Nu gælder det så Plan nr. 3, der er udformet bredt som en 5 årig ramme i modsætning til 3 år for de to første. Da inkorporering af eksterne systemdele må antages at blive udvidet, forekommer det ikke urealistisk at selskabet vil kunne opnå den skitserede størrelse. 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 stor styrke.

Hvis forventningerne til 2010 indfries kan den korrigerede EBIT marginal skønnes til ca. 5,5 %. Dermed kan det beregnes, at en 10 % margin i 2011 vil kræve en omsætning på 270 mio. DKK (+12 %), hvilket med introduktionen af X2 systemet som en stærk nyhed burde kunne gennemføres. 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

Udviklingsmuligheden i selskabet er overordentligt stor, idet der er mulighed for at flerdoble aktivitetens omfang. Opgaven er at ekspandere salget kraftigt for at opnå et decideret niveauskift og samtidig skal en førende teknologisk stilling opretholdes. På kort sigt er problemet den økonomiske afmatning, der forsinker salget både direkte fra kundernes side og fra selskabets egen side ved at begrænse de økonomiske ressourcer der tør satses. Aktien er derfor langsigtet i sin natur. Det gælder om at se mindst 3 år frem, dvs. 2012 - men det er trods alt kun midt i planperioden til 2015. Virksomheder af denne type har et højt dækningsbidrag og stor fordel af ekstra salg. Indtjeningen slår derfor igennem med en forsinkelse, og denne struktur må også formodes at komme til at gælde de kommende års udvikling i Maconomy.

Markedsværdien er pt. på 225 mio. DKK svarende til 1,1 mio. DKK pr. medarbejder, hvilket er lavt for en dynamisk IT-virksomhed med stort potentiale. For 2010 kan der skønnes et overskud før skat på 16 mio. DKK. Som følge af tidligere års underskud skal der ikke bogføres skat. Derimod kan man indvinde skatteværdi, da der tidligere er bogført en akkumuleret vurderingsreserve (nedskrivning) på 58 mio. kr. Jo mere overbevisende indtjeningsevnen udvikler sig des mindre behov for denne reserve. Det er derfor mere relevant at se stringent på indtjeningen før skat alene, da skattebetaling ikke bliver aktuel mange år frem. P/E tallet før skat for 2010 kan skønnes til 14,0 (10,5/0,75). Hvis 2011 kan opnå den ovenfor omtalte fremgang, bliver P/E (11E) 10,5 (10,5/1,0), men usikkerheden vokser jo med tiden. Ud over den almindelige situation for selskabet ved videre udvikling i eget tempo eksisterer et interessant perspektiv omkring Take Over mulighed. Det skyldes den lave markedsværdi, et stort salgs- og udviklingspotentiale for produkterne samt strukturen i ejerforholdet uden en majoritetsaktionær. Attraktionsværdien af Maconomy vil vokse kraftigt i takt med den faktiske dokumentation af evnen til at opnå fornyet høj vækst og en indtjeningsevne som kan give virksomheden solid værdi med begrundet håb om yderligere fremgang. Et positivt udviklingsforløb vil derfor kunne medføre større interesse fra konkurrenters side for at opnå kontrol med virksomheden.

Konklusion

Selskabet har klaret sig pænt igennem turbulensen i 2009. I år forventes vækst i omsætningen på ca. 10 % men også øget ressourceforbrug inklusiv færdiggørelse af X2 systemet. Indtjeningen vil derfor kun stige moderat. Et ryk opad burde i stedet kunne indtræde i 2011. Indtjeningen vil være skattefri pga. tidligere underskud. Aktien har stort potentiale på langt sigt såvel som Take Over chance. Risikoen må dog anses som høj. Køb på både kort og langt sigt er vores anbefaling.

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	16	20
Nettoresultat	-16	1	0	22	16	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	118	138
Antal ansatte	191	216	224	211	225	245
Res. pr. aktie DKK	-0,80	0,05	0,01	1,05	0,75	1,00
Indre Værdi pr. aktie DKK	3,09	3,15	3,66	4,75	5,50	6,40
EBITDA/Omsætning %	-5,5	3,2	3,9	9,1	10,4	11,1
Egenkapitalforr. %	NA	1,7	0,0	24,8	14,5	25,6
Egenkapitalandel %	43	41	46	49	52	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. 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.

