

Konklusion

Indeværende år kan betragtes som en periode med stabilisering. Produktsortimentet rummer potentiale for et langt større salg, men de økonomiske ressourcer og samfundets økonomiske opbremsning begrænser og forsinket udnyttelsen heraf. Potentialet er derfor stort for vækst såvel som aktiekursens udvikling. Aktien må vurderes til at have høj risiko. Langsigtet køb er vores anbefaling.



Aktuel Kurs: 7,4

Børs: Small Cap indekset

Markedsværdi: 157 mio. DKK

Antal aktier: 21,194 mio. styk

Næste regnskab: Helår 24-02-2010



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder i Q3-regnskabet udmeldingen fra halvårsrapporten om en omsætning på ca. 215 mio. DKK, et EBITDA resultatbidrag på 15 mio. DKK og et positivt cash flow. Der forventes en stigning i licenssalget i Q4 og dermed en positiv afslutning på året. Besparellestiltag får stigende vægt.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

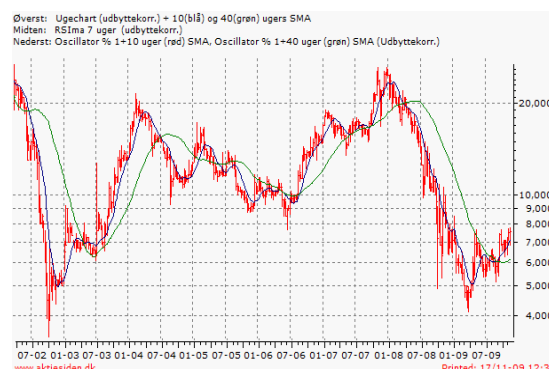
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 6,0-10,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 14-20

Tidligere anbefaling: N/A

Kursgraf siden juli 2002:



12 mdr.

Høj	8,5
Lav	4,1



Muligheder

Systemplatformen giver mulighed for markant større udbredelse på kundesiden inden for de nuværende og tilgrænsende segmenter i professionelle service organisationer (PSO). Salget kan udvides markant geografisk og mht. markedsandel via tilføjelse af nye målrettede løsninger for nærtstående brancher. Multinationale koncerner er vigtige for udbredelse til nye lande. Udvidelse af salget vil have stor slagkraft på indtjeningen (stordriftsfordel). Aktien 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 med mulighed for nye fortrin for andre systemleverandører. 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 opretholde gode kunderelationer omkring tilpasning af systemerne er en risikofaktor. Manglende evne til at ekspandere salget og opnå et nødvendigt løft til et højere niveau vil kunne forhindre selskabet i at udnytte sit tekniske markedspotentiale og dermed reducere værdien af selskabets aktie. Specifikt har aktien som børsrapport karakter af lav omsætning. Kursudsvingene kan blive 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.

Kundetyper: Konsulenter 47, Markedskommunikation 26, Revision 9, Forskning 4, Andet 14 %.

Indtægtsfordeling: Licenser 28, Support & Vedligehold 32, Konsulentydelse 38, Andet 2 %.

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



Hugo Dorph, Adm. direktør

Medarbejdere: ca. 200.

Ejerforhold: Henrik Schimming 26,8 %, Nils Marstrand 5,52%. De ti største aktionærer ejer tilsammen 56 %. Selskabet har 2.883 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 hele virksomhedens aktivitet, dvs. af ressourcer, medarbejdere, tidsplaner, penge og resultater angående opfyldelse af mål. Projektorienterede virksomheder udgør kunderne, og der er typisk tale om mere avancerede opgaver. Medier, revision, advokater, konsulenter og ingeniørfirmaer er således væsentlige niches, hvortil Maconomy tilbyder IT-løsninger med en tilpasset profil udformet til den pågældende branche. Særlige applikationer til basissystemet åbnes for hver kunde ud fra den ønskede brancheprofil. Nye typer af erhverv tilføjes og udvider dermed markedet.

Maconomy X1 systemet er den nyeste basisudgave af selskabets ERP-system (Economic Ressource Planning), der er frigivet til salg i 2009. Kundens IT-drift foregår via en internetløsning til 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.

Selskabet købte i 2008 rettighederne til systemet People Planner, der sælges sammen med Maconomy's løsninger men det tilbydes også som et isoleret produkt. Et vigtigt eksternt supplement er blevet tilknyttet med IT-systemet AnalytiX. Yderligere eksterne delsystemer forventes medtaget i produktpakken.

Geografisk står Maconomy stærkt i Skandinavien og Benelux. Aktiviteten i UK og USA er vigtig angående opnåelse af ordrer hos store multinationale virksomheder med engelsk sprog og dermed udbredelse til deres datterselskaber. Derimod har markedspositionen i de tysktalende lande ikke udviklet sig til en væsentlig dimension. Sydeuropa er udset som ekspansionsmulighed med Spanien som første område. Placeringen af den ekspansive indsats styres under hensyntagen til markedernes mulighed og konkurrenceforhold.

Selskabets kunderelationer er langstrakte, og dermed er tilgangen af nye brugere vigtig som en form for Long Tail forretning, der vil generere omsætning i de efterfølgende år. Antallet af brugere er pt. ca. 125.000. Tilfredse kunder udgør en vigtig reference for salget, hvor nye brancher kan åbne store markedsmuligheder. Eksterne forhandlere og samarbejdspartnere dækker visse mindre markeder, men betydningen heraf er begrænset.

Finanskrisen har reduceret efterspørgslen og forsinket typisk beslutningsprocessen med lavere salg af licenser end tidligere forventet til følge. Påvirkningen har heldigvis ikke været drastisk, og den indre stabilitet har således vist sig at være fornuftig. Afmatningen har ført til besparelser med en reduktion af personalet i år til ca. 200 mod 224 i 2008. Fordelingen sidste år var 93 i hovedkontoret og udvikling med ca. 22 medarbejdere placeret i hvert af de 6 datterselskaber.

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". Målet er 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 indgår dog også tilkøb af andre virksomheder.

Imidlertid giver Finanskrisen et afbræk i konjunkturudsigterne og dermed helt anderledes problematiske forhold på markedet. Indeværende år er i stedet blevet en proces med stabilisering og opretholdelse af dynamikken trods de hårde ydre vilkår. Realistisk set forekommer en forsinkelse på to år at være den negative konsekvens af afsporingen i de ydre rammer. Opgaven består dog fortsat i at få løftet afsætningen op på et langt højere niveau end hidtil for herved at sikre et indtjeningsgrundlag, der kan dække høje udviklingsomkostninger og samtidig give en fornuftig indtjening. Specifikke måltal er ikke offentliggjort, men en rimelig norm er et driftsoverskud på mindst 100.000 DKK pr. medarbejder, hvilket vil svare til 20 mio. DKK i EBITA og dermed en overskudsgrad beregnet for indeværende år på ca. 9 %. Det faktiske tal for EBITA kan skønnes til ca. 12 mio. DKK (5,6 % EBITA margin).

Tilgang af nye kunder er vigtig med betaling af licens og efterfølgende indtægter, men krisen indebærer en mat situation. Maconomy's kundesegmenter er generelt robuste over for modgang, men eksponeringen mod medievirksomheder med hurtig påvirkning udgør en særlig udfordring.

Opretholdelse af et højt teknisk niveau for IT-systemerne er vigtig og indsatsen ser ud til at blive fastholdt for at være klar til at udnytte fornyet stigning i efterspørgslen. Potentialet for selskabet er således fremdeles stort men tempoet i udmøntningen heraf er bremsset ned.

Aktien som investering

Udviklingspotentialet, Maconomy X1 systemet, kundebasen og organisationen giver grundlag for at forvente en positiv udvikling i de kommende år. Selskabet rummer derfor en betydelig goodwill værdi uanset en indtjening i 0+ området i årene fra 2006. Opnåelse af overskud af en overbevisende størrelse er derfor en vigtig opgave for ledelsen, da det vil kunne dokumentere et skift op ad til et mere sikkert niveau. Likviditetsreserven er på ca. 40 mio. DKK. De månedlige driftsudgifter udgør ca. 16 mio. DKK, således at dækningen svarer til 2,5 måneders omkostninger. Der er derfor ikke megen plads til at øge indsatsen offensivt indenfor salg, ligesom eventuelle opkøb nødvendigvis må foretages via udstedelse af aktier og ikke ved kontant betaling.

Problemet er selskabets størrelse, og værdien af aktien begrænses heraf. Opgearing er derfor vigtig samtidig med at den fremadrettede indsats nødvendigvis må styres stramt, altså en balancegang. Af samme årsag udgør Maconomy selv en interessant opkøbsmulighed for en større koncern med ønske om at udvide sin aktivitet inden for ERP-software til serviceerhverv. Strukturen i ejerforholdet er spredt, idet Henrik Schimming og Nils Marstrand er registreret som eneste aktionærer med poster over 5 % (26,8 hhv. 5,52 %).

Vi anser aktiens potentiale for særdeles interessant 3-5 år frem, mens den kortsigtede udvikling vil blive bestemt af konjunkturudviklingen. Take Over chancen må vurderes som en ekstra mulighed, der imidlertid vil indebære at selskabets nuværende ejere overlader det videre forløb til en ny ejer.

Nøgletal

mio.kr.	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Omsætning	180	223	231	215	240	290
EBITDA	-10	7	9	15	28	50
EBIT	-12	2	1	5	16	32
Resultat før skat	-11	2	1	6	17	34
Nettoresultat	-16	1	0	5	13	27
Afholdt udviklingsudgift	36	36	38	40	44	50
Balance	143	152	167	152	175	220
Likvide aktiver	53	45	41	42	50	80
Immaterielle aktiver	3	5	31	43	45	40
Egenkapital	61	62	76	82	95	122
Antal ansatte	191	216	224	210	215	240
Res. pr. aktie DKK	-0,80	0,05	0,01	0,25	0,61	1,25
Indre Værdi pr. aktie DKK	3,09	3,15	3,66	3,87	4,50	5,75
EBITDA/Omsætning %	-5,5	3,2	3,9	7,0	11,7	17,2
Egenkapitalforr. % NA		1,7	0,0	6,6	14,7	24,9
Egenkapitalandel %	43	41	46	54	54	55

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning, 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. 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.

