

## Enalyzer A/S – En upoleret diamant!?

Enalyzer blev etableret i 2000 af Ole Ødegaard, Steen Ødegaard og Jakob Roed Jakobsen med formålet om, at automatisere processen for spørgeskemaundersøgelser/målinger og analyse ved brug af webbaserede softwareløsninger. Enalyzer har en meget stærk portefølje, hvor en stor del af de største virksomheder i Danmark, Sverige, Norge og Holland outsourcer deres målinger ved brug af Enalyzers platform. Allerede i 2007 var Enalyzers software benyttet af mennesker i 100 lande, på 30 forskellige sprog<sup>1</sup>. Dette sammenholdt med et internationalt konkurrencedygtigt produkt gør, at Enalyzer med den rette timing og kapital vil kunne blive en international succes. Dette manifesteret også gennem Enalyzers mål og vision fra prospektet i 2007:

**Stærk vækst med solidt overskud**  
**"Vi vil være Europas førende leverandør af RelationsIntelligence"**  
**International ekspansion**

### Figur: Fra Enalyzers prospekt 2007

#### Kursinfo:

Kurs: 5-6 = skønnet anskaffelsespris per aktie.

Antal aktier: 3.826.860 stk.

Markedsværdi: 19-23 mio. kr.

#### Regnskabstal 2015:

Omsætning: 25 mio.

EBITDA: 5 mio.

EBITDA Margin: 20%

P/EBITDA = 3,8-4,6

#### Historisk og fremtidig udvikling?

Enalyzer har i mange år været en gazelle virksomhed med en imponerende vækst med en vigende indtjening, som er almindeligt for software selskaber i opstarten. Jeg bemærker dog, at Enalyzer endeligt de seneste år for alvor har fået styr på indtjening med henholdsvis 6,4 mio. og 5 mio. EBITDA i 2014 og 2015. Min vurdering er, at branchen for IT målingsværktøjer over nettet står stærkt over for traditionel værktøjer, og at virksomhederne i større grad har behov for markedsføring og måling. Derudover står Enalyzer med sine kompetencer, kunder og erfaring stærkt på sine markeder. Ovenstående ting og nylige store

<sup>1</sup> <http://www.ivaerksaetteren.dk/flx/artikler/16/forskellen-er-menneskene-bag-378/>

investeringer i ny platform og mere offensiv markedsføring på nettet gør, at jeg er meget optimistisk med hensyn til fremtiden.

### **Hvorfor investering?**

Enalyzer har i gennem sin software forretning muligheden for, at øge sit overskud markant i forbindelse med øget omsætning. Virksomheden er delt op i en konsulent og softwaredel. Softwaredelen af virksomheden er en ren pengemaskine, hvor hver omkostningskrone nærmest ryger direkte ned på bundlinjen når de faste omkostninger er betalt. Det er denne forretning, som Enalyzer med deres nye lancering satser på. Der findes selvfølgelig konkurrence på dette marked, men det vurderes, at der er rigeligt at komme efter siden samligningsnelige konkurrenter præstere overskudsgrader på over 50 %. Alternativt i forbindelse med prisrig er det overbevisningen, at der vil ske en konsolidering, hvilket kan være fordelagtigt for aktionærene i Enalyzer.

### **Hvorfor er virksomheden ikke slået internationalt igennem siden 2007?**

Enalyzer ekspanderede i forbindelse med børsnoteringen kraftigt på alle punkter i virksomheden for, at klargøre sig til en international ekspansion. Dette faldt dog uheldigt sammen med en stor finanskrisen årene efter, som ændrede fremtidsplanerne for Enalyzer radikalt. Resultatet var kraftige underskud fra 2007-2009 og udskydelse af den internationale ekspansion. En positiv side ved det kraftige underskud under finanskrisen er, at det kan bruges til, at nedbringe skatten de næste mange år ved udnyttelse af det skattemæssige underskud. Dette viser sig bl.a. gennem nyligt ændring til international sambeskatning i regnskabet, så det skattemæssige underskuddet bedre kan udnyttes i fremtiden.

### **International succes stadig mulig?**

Det skønnes, at en international ekspansion aldrig har været mere fordelagtigt end for nuværende. Virksomheden er fuldt konsolideret og klar til profitabel vækst. Virksomheden leverede sine absolutte bedste resultater nogensinde i 2014 og 2015 på baggrund af en relativ lav topline. Med udsigt til vækst i fremtiden bl.a. manifisteret gennem udtalelsen om adskillige nye kunder i porteføljen, vil overskuddet kunne øges markant.

### **Det rette team?**

Administrerende direktør - Jakob Roed Jakobsen:

Den administrerende direktør i Enalyzer og medstifter Jakob Roed Jakobsen har en imponerende ”track record” og har opnået stor succes parallelt med opstart af Enalyzer, bl.a. som tidlig investor<sup>2</sup> i milliard virksomheden Zendesk der i 2014 blev børsnoteret i USA. Det ses også, at Jakob Roed Jakobsen har gjort

---

<sup>2</sup> <http://vmblog.com/archive/2012/12/12/panorama9-raises-900k-seed-funding-to-grow-cloud-based-it-platform.aspx#.VnWKM0eG-YJ>

det gjort med et resultat før skat i 2014 på over 25 mio. kr.<sup>3</sup>, formentligt som konsekvens af Zendesk børsnoteringen.

#### **Bestyrelsen<sup>4</sup>:**

Erik Nyborg

Niels Molzen

Ole Ødegaard

Jakob Roed Jakobsen

Søren Fink-Jensen

Når bestyrelsen gennemgås virker denne nærmest ekstremt overkvalificeret i forhold til virksomhedens størrelse. Jeg ser dette som en signal på, at der stadig er store planer for Analyzer i fremtiden. Ud over stifterne kan der nævnes Søren Fink-Jensen, som bl.a. har stået i spidsen for Navision og været General manager i Microsoft<sup>5</sup>. Niels Molzen har været meget succesfuld IT chef for store virksomheder som SAP og Danisco.

#### **Værdiansættelse?**

Værdiansættelse af aktien er svær eftersom virksomheden kommer med meget få informationer, formentligt pga. konkurrenthensyn. Dette har gjort aktien ekstremt illikvid, hvilket formentligt har resulteret i, at aktien handles så lavt som den gør. Dette er på samme tid noget man skal have i baghovedet i forbindelse med en eventuel investering - tidshorizonten skal være lang. Modsat mange andre First North aktier har Analyzer dog et "free float" (aktier der kan handles) af aktier, som er større end normalt, hvilket giver mulighed for mere likviditet i takt med, at virksomheden forhåbentligt kommer med flere informationer. De nævnte aktier der kan handles kommer fra børsnoteringen, hvor der blev tegnet en del aktier til kurs 25. Faktisk blev børsnoteringen udsolgt på 2 min og 17 sekunder<sup>6</sup> og der var indgivet tegningsordrer på samlet, at tegne for 71,9 mio. kr. nye aktier til kurs 25<sup>7</sup>. Dette kan sammenlignes med, at børsværdien af samtlige aktier i Analyzer i dag er ca. 19-23 mio. Interessen dengang blev formentligt skabt fordi Zapera som havde en størrelse lignende Analyzer, blev solgt til britiske YouGov for ikke mindre end 80-120 mio. kr.<sup>8</sup>

Om virksomheden kan komme tilbage til tidlige tiders kurser afhænger efter min mening af, om den internationale ekspansion lykkes. Der lægges i det tilfælde op til en kæmpe potentiale sammenlignet med nuværende kurs. Der vil løbende blive fulgt op på casen Analyzer A/S og kommunikeret løbende når der indtræffer begivenheder som ændrer casen.

---

<sup>3</sup> <http://www.proff.dk/firma/jakob-roed-jakobsen-holding-aps/k%C3%B8benhavn-k/it-r%C3%A5dgivning/14229245-1/>

<sup>4</sup> [http://old.analyzer.com/media/76164/88\\_referat-analyzer-generalforsamling.pdf](http://old.analyzer.com/media/76164/88_referat-analyzer-generalforsamling.pdf)

<sup>5</sup> <http://finans.dk/artikel/ECE4023284/Dansk-it-firma-kaprer-Microsoft-chef/?ctxref=ext>

<sup>6</sup> <http://www.ctrade.dk/default.aspx?func=article.view&id=505&lang=DK>

<sup>7</sup> [http://old.analyzer.com/media/40836/04\\_overtegning\\_050207.pdf](http://old.analyzer.com/media/40836/04_overtegning_050207.pdf)

<sup>8</sup> <http://www.computerworld.dk/art/40664/dansk-net-virksomhed-solgt-for-op-mod-120-millioner>

**Jeg ejer aktier i Enalyzer A/S.**

**Disclaimer:** Jeg kan ikke på nogen måde drages til ansvar for indhold eller handel på baggrund af ovenstående analyse. Analysen indeholder mange usikre subjektive betragtninger, som angår fremtiden. Formålet med analysen er, at give inspiration og flere perspektiver i forhold til en evt. investeringsbeslutning.