

Netcompany har klaret sig flot igennem et udfordrende Q2. Høj aktivitet i Danmark har kompenseret for nedgang i UK. Guidance for 2020 fastholdes. Ledelsen stiller et udbytte på 1-2 kr. i udsigt for 2020.

- Netcompany fastholder guidance om en organisk salgsvækst omkring 18-20 % i konstante valutaer, hvortil kommer et bidrag på 1 % fra det i 2019 tilkøbte selskab i Holland. EBITA-marginen forventes omkring 26 %. Halvårets vækst var på 15,9 % i konstante valutaer og 15,1 % i rapporteret valuta. Det synes derfor klart, at der skal løbes stærkt i andet halvår. Ledelsen er dog så komfortabel med den visible omsætning, at Guidance fastholdes.
- Netcompany har klaret sig godt igennem et turbulent Q2. Især imponerer den danske del af forretningen, hvor man har kunnet opretholde et højt momentum til trods for at medarbejderne har arbejdet hjemmefra.
- På medarbejdersiden er man oppe på 2.663 ansatte mod 2.259 for et år siden, hvoraf købet i Holland har bidraget med 98 ansatte. Arbejdet med at konvertere brugen af uafhængige contractors i UK til fastansatte fortsætter planmæssigt.
- Q2 har været specielt som følge af nedgang i aktiviteterne i UK på grund af Covid-19. Norge har også været udfordret. Holland og især Danmark har udviklet sig flot. Generelt synes processen med implementering af de tilkøbte selskaber at forløbe godt. Arbejdet med at bringe marginerne op på Netcompany-standard fortsætter.
- Ledelsen vurderer, at et væksttempo omkring 18-20 % er holdbart over de næste mange år, og det anses da også for sandsynligt, da markedet for digitalisering vokser. Opkøb er et led i strategien om at blive Nordeuropas ledende digitale udfordrer. Opkøb i Sverige og Finland må forventes.
- Netcompany er en vækstcase, hvor den høje vækst sandsynligvis kan opretholdes flere år frem. Investorerne har på forhånd kvitteret for de positive udsigter ved at handle aktien op med 62 % år til dato. Aktien er derfor højt vurderet med en P/E2020E på 55. Ved indregning af samme vækst i salg og indtjening i 2021 som i 2020 kan P/E2021 estimeres til 43. Med en så høj prisfastsættelse må intet blive afsporet. Det gør efter Aktieinfos vurdering aktiens risiko høj, og derfor anbefaler vi kortsigtet salg. Langsigtet opretholdes hold.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 515

Børs: Large Cap

Markedsværdi: 25.750 mio. kr.

Antal aktier: 50 mio. styk

Næste regnskab: Q3 regnskab den 06-11-2020

Kort sigt: Sælg

Langt sigt: Hold

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 425 - 475

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 475 - 550

Tidligere anbefaling: Sælg / Hold den 28-05-2020 ved kurs 403

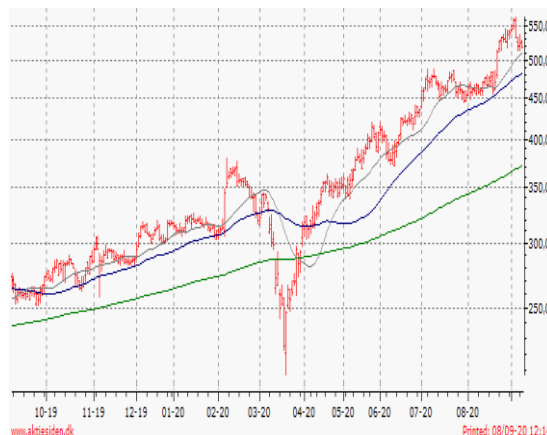


Selskabets forventninger til 2020

Netcompany fastholder i 2020 at levere en organisk salgsvækst omkring 18-20 % og 19-21 % inklusiv de tilkøbte aktiviteter i Holland. EBITA-marginen ventes at lande omkring 26 %.

Geografisk spredning har sikret, at selskabet kun er ramt marginalt af Covid-19. Fremgang i Danmark og Holland har kunnet kompensere for nedgang UK og lav aktivitet i Norge.

Af regnskabets side 27 fremgår det, at en ny periode med lock-down på selskabets kernemarkeder kun ventes at påvirke vækstraten med 1-2 % i negativ retning. Det viser, hvor resistent selskabet har været og er trods Covid-19.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 563 / Lav 208

Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Facts om Netcompany

- Netcompany er stiftet i 2000 af den nuværende CEO André Rogaczewski, COO Claus Jørgensen og Carsten Krogh Gomard. Hovedkontoret ligger i København. Der er kontorer i Aarhus, Aalborg, Oslo, Delft, London, Derby, Leeds, Warszawa og Ho Chi Minh City. Kontorerne i Polen og Vietnam betegnes som ressource-centre, idet der ikke er salg i disse lande. Aktiviteterne blev i 2016, 2017 og 2019 udvidet via opkøb i Norge, Storbritannien og Holland.
- Netcompany er en Next Gen it-serviceleverandør, som arbejder med udvikling, vedligehold og drift af digitale platforme, kernesystemer og brugerflader. Man leverer afgørende it-løsninger til private virksomheder (Private) og centrale offentlige kunder (Public). Hovedsigtet er at hjælpe kunderne i den fremadskridende digitaliseringsproces. Via Modulus platformen tilbydes løsninger målrettet fagforbund og A-kasser, hvor man har en meget stærk stilling inden for dagpengeadministration. Værdiskabende løsninger med udførelse af opgaver til aftalt pris, tid og i høj kvalitet er selskabets styrke.
- Netcompany har leveret samfundskritiske løsninger som borger.dk, sundhed.dk, håndtering af børne- og ungdomsydelser, ATP-udbetalinger, et skatteinddrivelsessystem for SKAT, skoleplatformen AULA m.m.
- Forretningen er opdelt i Public (offentlige kunder) og Private (virksomhedskunder). Q2 omsætningen fordeler sig med 65 % Public og 35 % Private. 51 % af omsætningen omfattede udviklingsopgaver og 49 % drift-/vedligeholdelse. Aftaler med Public-kunder har karakter af en lang tidsperiode på op til 7 år med systemetablering i 1½ år og drift/vedligehold i resten af perioden. Opgaver for private kunder strækker sig typisk over 12-18 måneder. Netcompany er dygtig til at udvælge relevante projekter, hvor man ønsker at byde ind med tilbud. Netcompany er altså selektiv og ønsker primært opgaver, som man kan løfte på en mere opfindsom måde end andre firmaer til attraktive marginer. En høj "hit ratio" i tilbudsgivningen er udtryk for indre styrke.
- Den gennemsnitlige årlige salgsvækst har været på over 20 % organisk igennem mere end 10 år. Frem til opkøbene i Norge, UK og Holland i hhv. 2016, 2017 og 2019 var der udelukkende tale om organisk vækst og en koncentreret indsats på det danske marked. Salget steg i Q2 med 15,1 % opgjort i konstante valutaer.
- Omsætningsfordeling i Q2: Danmark 77,9, UK 11,9, Norge 7,1 og Holland 3,1 %. Danmark var cash-cowen i Q2.
- Ledelsesgruppen består af CEO André Rogaczewski (født 1968), COO Claus Jørgensen (født 1967) og CFO Thomas Johansen (født 1970). Bo Rygaard (født 1965) er formand for bestyrelsen.
- Pr. 30-06-2020 beskæftigede koncernen gennemsnitligt 2.663 fuldtidsansatte (freelancere og eksterne udviklere er medregnet i tallet og omregnet til fuldtidsansatte). Det er en udvidelse på 404 ansatte, hvoraf Holland vægter med 98 ansatte. Væksten fortsætter altså både omsætnings-, indtjenings- og personalemæssigt.
- Netcompany blev børsnoteret i Large-Cap den 07-06-2018 ved salg af 23 mio. eksisterende aktier til kurs på 155. Selskabet fik ikke selv tilført noget provenu. Selskabet har siden den 06-11-2019 haft en market maker aftale med Danske Bank.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2019: 4.300 aktionærer. Ca. 35 % af aktierne ejedes af de fem største aktionærer og ca. 58 % ejes af udenlandske investorer. Ca. 10 % af aktierne ejes af ledelsesgruppen og bestyrelsen. Storaktionærer pr. d.d.: AC NC Holding ApS 10,19 %, The Capital Group Companies 5,43%, FMR LLC 4,96 %, Kapitalforening Danske Invest 4,83 %.

Flot udvikling i Q2 og H1. Danmark har klaret sig særdeles godt. UK og Norge er presset af Covid-19 i Q2.

Netcompanys vækstrejse er fortsat trods et for mange andre selskaber meget udfordrende kvartal. Det er ganske enkelt imponerende, at det er lykkedes at løfte salget med 13,9 % (15,1 % i konstante valutaer) i et så udfordrende kvartal, heraf 12,5 % organisk. Aktiviteterne i Holland blev købt 13-05-2019 og bidrog med en vækst på 1,4 %. For halvåret var der en vækst i det rapporterede salg på 15,1 % (15,9 % i konstante valutaer), heraf 12,9 % organisk. Danmark er hovedmarkedet med en andel af salget i Q2 på 77,9 % og her sås ingen negativ påvirkning fra Covid-19. Salget steg med hele 22,3 %. Medarbejderne har arbejdet hjemmefra, men har formået at levere trods den delvise nedlukning i Danmark. Holland har heller ikke været negativt påvirket. I Norge og UK er aktiviteterne derimod blevet hårdere ramt med udskydelse af flere store projekter og udbud. UK belastes desuden af den fortsatte nedgang i brugen af uafhængige contractors (nedbragt med 133 i Q2). Ledelsen besluttede ikke at sende medarbejderne i Norge og UK hjem med lønkomensation, idet man har brugt det reducerede aktivitetsniveau til at fokusere på opbygning af forretningsudviklingsmuligheder. Altså en satsning på fremtiden i UK og Norge, men indtjeningen belastes naturligvis af begrænset mulighed for fakturering af konsulenternes tid. Da der har været fuld kapacitetsudnyttelse i Danmark, er norsk personale blevet udlånt til Danmark.

Privatsegmentet har oplevet en omsætningsnedgang på 7,2 % i Q2. Danmark er undtagelsen med en vækst i dette segment på 10,9 %, men det kan ikke opveje et fald på hele 46,1 % i UK og 19,7 % i Norge. Aktiviteten i Danmark har været høj med løsning af flerårige projekter for både Private- og Publickunder. Public-segmentet har haft en omsætningsvækst på 29,5 % drevet af en kombination af nye projekter i Danmark for Digital Post og Politiet samt forlængelse af andre aftaler. UK har i dette segment klaret sig flot og opnået forlængelser med flere kunder. I Holland har Netcompany vundet en aftale med skat. Fordelingen af kvartalets salg var 65 % Public og 35 % Private. 51 % af salget omfattede udviklingsopgaver og 49 % drift-/vedligeholdelse (højest dækningsbidrag på drift/vedligehold). Visse privatkunder har bedt om forlængede betalingsfrister, hvilket Netcompany har imødekommet. Omvendt har man også modtaget betaling hurtigere end normalt fra Public-kunder. Cash-flowet har derfor udviklet sig godt.

EBITA-marginen endte kvartalet på 23,9 % - en flot fremgang fra 20,8 % i samme kvartal året før. Af EBITA-resultatet på 161,3 mio. kr. tegnede Danmark sig for 162 mio. kr., Holland for 1,9 mio. kr., mens der var mindre underskud i både UK og Norge. Forklaringen er, at Danmark og Holland har kørt med fuld udnyttelse af medarbejderne, hvilket jævner ovenfor ikke var tilfældet i UK og Norge. Desuden er der opnået stigende marginer på forretningsaktiviteterne i Danmark og Holland. Indtjeningen i Norge belastes af en fratrædelsesordning med to tidligere norske partnere, hvilket vil koste ca. 0,6 mio. kr. pr. kvartal igennem 2020 og 21. Vi finder det prisværdigt, at Netcompany ikke har gjort brug af de statslige hjælpepakker, idet man i stedet har anvendt de frie ressourcer på at videreudvikle sig som virksomhed.

Netcompany tror på fremtiden. Det vidner ansættelse af mere end 230 nye medarbejdere i Q2 om. Guidance for 2020 har været fastholdt hele året, og gentages. Netcompany forventer således fortsat nå en organisk salgsvækst i konstante valutaer omkring 18-20 % + 1 % fra de tilkøbte hollandske aktiviteter. EBITA-marginen fra den organiske forretning ventes fortsat omkring 26 % opgjort i konstante valutaer. Set i forhold til en opnået salgsvækst i første halvår på 15,9 % og en EBITA-margin på 23,7 %, skal andet halvår udvikle sig særdeles godt. Visibiliteten er dog så god, at ledelsen forventer at nå i mål. Det er baseret på en opnået omsætning i første halvår på 1.371,1 mio. kr., underskrevne kontrakter til en værdi på 979,6 mio. kr. og endnu ikke faste ordrer på 132,9 mio. kr. Det svarer til en visibel omsætning pr. ultimo juni i år på 2.483,6 mio. kr. – 18 % højere end den på samme tid sidste år visible omsætning. Målet om en omsætningsvækst på 19-21 % for året synes opnåelig.

Nettoresultatet for Q2 andrager 96 mio. kr. og 188,8 mio. kr. for halvåret. Det svarer til et resultat pr. aktie på hhv. 1,96 og 3,85 kr. Sidstnævnte skal ses i forhold til opnået resultat på 3,26 kr. i H1 2019. Seneste 12 måneders rullende indtjening er således på 8,49 kr. pr. aktie. Aktien handler derfor på en historisk P/E (515/8,49) på 60,7. Fastholdes væksttempoet og indtjeningsfremgangen i 2021 kan vi estimere et resultat på 12 i 2021. P/E 2021E (515/12) kan således udregnes til 42,9. Uagtet at vi er imponeret over selskabets regnskab for Q2 og H1, fastholder vi vores salgsanbefaling på kort sigt og hold på langt sigt.

Høj vækst stiller store krav til den interne styring, Marginer i Norge, UK og Holland skal op på Netcompany-niveau.

Integrationen af de tilkøbte enheder forløber godt. Ledelsesmæssigt stiller det store krav om at have "hands-on" i en koncern med markant vækst i både omsætning, indtjening og antal medarbejdere. Hensigten med opkøb er at søge lønsom vækst. Samtidig reducerer den geografiske spredning på flere lande risikoen, idet nedgang i et land kompenseres af fremgang i et andet. Det ses tydeligt af udviklingen i Q2. Der søges også opnået synergier mellem de forskellige lande, fx som i Q2, hvor norske medarbejdere har arbejdet på danske projekter som følge af fuld kapacitetsudnyttelse og høj aktivitet i Danmark. I UK fortsætter processen med overgang fra brug af contractors til fastansatte medarbejdere, hvilket har reduceret antallet til nu 77. For Netcompany vil der være flere fordele ved at gøre brug af fastansatte fremfor contractors, da opnået viden beholdes i virksomheden, ligesom lønudgiften formentlig er lavere for en fastansat. Modsat vil det være en ulempe, hvis der ikke skaffes nok nye ordrer til at sikre tæt på fuld beskæftigelse af selskabets fastansatte. Overgangen til fastansatte er en delproces i bestræbelserne på at løfte marginerne til Netcompany-standard i løbet af få år.

Danmark er fortsat cash-cowen, og målsætningen er at bringe marginerne op på "dansk" niveau i både Norge, UK og Holland i løbet af 2-3 år. I Holland er store projekter til en fastsat pris blevet afsluttet, hvilket er sket til lave timepriser. Arbejdet med at løfte timepriserne og dermed indtjeningen i Holland udvikler sig godt. På sigt vil de igangsatte initiativer i de tre lande løfte indtjeningen markant. Q2 har været et abrupt kvartal, men samlet set går det den rigtige vej med processen.

Et særdeles vigtigt punkt for at kunne nå målet om årlige vækstrater på 18-20 % er at sikre tilfredse kunder. Det gælder derfor om konstant sikre levering af store løsninger til privat-kunderne og samfundskritiske løsninger til public-kunderne til aftalt kvalitet, pris og tid. Det har hidtil været tilfældet bl.a. som følge af transparent overvågning undervejs i opgaveløsningen, hvor man såvel internt som hos kunderne løbende kan følge med i projektudviklingen. Fejl og ændringer kan derved opdages undervejs – ikke først når et projekt er overleveret til kunderne. Det vigtigste aktiv i hele processen fra start til slut er medarbejderne. Hos Netcompany lader man it-folk lede it-fagfolk hele vejen gennem processen med vurdering af opgaver, beskrivelser, udfærdigelse af tilbud og til sidst opgaveudførelsen med efterfølgende drift/vedligehold. På denne måde sikrer man, at en salgsorganisation ikke lover mere, end man kan holde i opgaveudførelsen. Risikoen for cost-overrun håndteres dermed på forhånd så godt som det er muligt. I praksis har det betydet, at

Netcompany har en unik evne til at levere, hvad der lovedes, til aftalt pris og inden for en på forhånd defineret tidsramme. Kampen om de bedste it-hjerner er intens, men Netcompany er hidtil lykkedes med at tiltrække nok nye ansatte til at kunne håndtere vækstresten.

Opgaverne er defineret i Netcompany. Fortsæt med at byde ind på de rigtige og profitable projekter, udfør opgaverne til aftalt pris, tid og kvalitet. Det sikrer tilfredse kunder og en flot kundebase, der så siden skal løfte salget til andre kunder af samme typer. Opnå volumen, synergieffekter og krydssalg mellem landene. Marginerne i Norge, UK og Holland skal bringes op – og planen for at opnå dette mål er lagt. Ledelsen har klart meldt om interesse for opkøb i Sverige og Finland. Et forsøg herpå i Sverige glippede, da prisen ikke var attraktiv. Det viser, at selvom Netcompany har vokseværk, så køber man kun, hvis det giver mening og mulighed for samlet at tilføre koncernen værdi. Konditionerne for købet i Holland i 2019 viser en fornuftig måde at foretage opkøb på. Up-front er betalt 5 mio. EUR, mens restkøbesummen afhænger af den opnåede indtjening. Prisen er baseret på 11 x justeret EBITA for 2020 med fradrag for up-front betalingen. Dertil kommer et element af earn-out på 5 x justeret EBITA for 2020 baseret på vækstmål for perioden 2020 til 2022 og opnåelse af en aftalt EBITA-margin i 2022. Næste del af købsprisen betales i 2021 ved en ligelig fordeling mellem kontantbetaling og tildeling af aktier, mens earn-out elementet, der er afhængigt af den faktiske performance, først betales i 2023 i form af aktier i Netcompany.

Høj vækst mange år frem

I en periode med renter omkring nulpunktet flokkes investorerne omkring de selskaber, der formår at levere høje vækstrater. Og det gør Netcompany, der mener at kunne opretholde årlige vækstrater omkring 20 % mange år frem. Digitalisering er nøgleordet, og her har Covid-19 vist vigtigheden af, at virksomheder og offentlige instanser er digitale, så de er operationelle nærmest uanset, hvad der sker.

Af årsregnskabet for 2019 fremgår det, at det samlede marked for it-service i Danmark, UK, Norge og Holland i 2019 estimeredes til 475 mia. kr. Netcompanys kernemarked udgør 183 mia. kr. heraf. Netcompany sidder altså kun på rundt 1,3 % af det potentielle marked. Det levner plads til fortsat høj vækst. Pr. 31-12-2019 anses Netcompany at have en markedsandel i Danmark på 8,7 %, 2,3 % i Norge, beskedne 0,3 % i UK og kun 0,1 % af markedet i Holland. Netcompany imponerede ved at have en "hit-ratio" i 2019 på 73 % på de udbud i Danmark, som man deltog i. Det viser en stærk stilling for selskabet, hvilket skal "eksporteres" til de andre lande. Vækstraterne på de definerede kernemarkeder vurderes til 2-5 % årligt i perioden 2019-2022. Målsætningen er altså at vinde markant markedsandel. Opkøb i Sverige og Finland vil kunne bidrage til at indfri målsætningen om at være en ledende digital udfordrer i Nordeuropa. Markedet for de it-serviceopgaverne, som Netcompany kan levere, estimeres til at udgøre 18 mia. kr. i Sverige og 11 mia. kr. i Finland. De ventede årlige vækstrater for perioden 2019-2022 ligger på hhv. 4-5% og 5-6% for de to lande.

De ydre markedsforhold sandsynliggør, at Netcompany vil være i stand til at kunne levere årlige vækstrater på 18-20 % mange år frem, da selskabets andel af det adresserbare marked endnu er lavt. Ledelsen vurderer, at man på de interne linjer kan følge med til en sådan årlig vækst. Netcompany er en spændende investeringscase.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker: Høj lønsom vækst via løsning af komplekse it-løsninger for både private og public-kunder. Behovet for digitalisering er stort, og selskabets nøglemarkeder er i front. Stærkt cash-flow, høj conversion rate og lavere stigning i omkostninger end i salget. Der er finansielt råderum til opkøb. Det stiles mod udlodning af 50-100 mio. kr. i udbytte for 2020.

Svagheder: Man råder kun i begrænset omfang over egne færdige systemløsninger, så mersalg giver ikke i sig selv et stort dækningsbidrag (leverage effekt). Det stiller krav til konstant at vinde nye ordrer og effektivt styre medarbejdernes timeforbrug. Mersalg og nye kunder samt udvidelse af bestående kundeopgaver er afgørende for at fastholde det høje væksttempo.

Muligheder: Der er fortsat plads til vækst på alle markeder. Gode erfaringer fra Danmark skal overføres til Norge, UK og Holland og på sigt til nye markeder i Sverige og Finland. Der akkumuleres hele tiden viden og opbygges flere og flere delsystemer, som kan benyttes i kommende opgaver. Markedet for digitalisering og løsning af store samfundsmæssige it-opgaver ventes at vokse kraftigt mange år frem.

Trusler: Intern styring er vigtig for at håndtere den store vækst. Vækst er godt men rummer også risici. Man løser store komplekse opgaver. Forkert udførelse kan føre til krav fra kundernes side. Det er vigtigt at kunne tiltrække og fastholde de bedste medarbejdere. It-branchen risikerer at opleve lønpres. Aktiekursen er steget markant.

Regnskabstal

mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	900	1416	2053	2454	2920
Service cost	527	803	1236	1458	1750
Overhead cost	125	211	302	378	420
EBITA ordinært	248	402	514	617	750
Særlige poster	-35	-33	-34	-4	-10
Amortisering	-74	-96	-115	-102	-100
EBIT	139	273	364	511	640
Finansposter	-63	-72	-109	-14	-50
EBT	76	201	256	497	590
Skat	-43	-59	-74	-109	-120
Nettoresultat	33	142	181	389	470
Antal ansatte ultimo	947	1705	2000	2293	2800
Aktiver	2860	3470	3485	3728	4000
Immaterielle poster	2373	2604	2484	2551	2500
Egenkapital	1261	1644	1806	2072	2400
EBITA ordinær %	27,6	28,4	25,0	25,2	25,7
EBT %	8,4	14,2	12,5	20,3	22,0
Egenkap.forrentning %	2,3	9,0	10,5	20,0	21,0
Indtjening pr. aktie	NA	NA	3,65	7,9	9,4
Udbytte	0	0	0	0	2,0
Indre værdi	25,2	32,9	36,1	41	48

Det juridiske selskab er først etableret i 2018, og det har overtaget eksisterende selskaber. Pr. aktie tal kan derfor principielt ikke beregnes bagud.

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
28-05-2020	403	Sælg	Hold
26-02-2020	336	Hold	Hold
26-11-2019	287	Hold	Hold
29-08-2019	260	Hold	Køb

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 fire gange årligt med opdatering efter hver regnskabsmeddelelse. Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen 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.