

Høj lønsom vækst på kernemarkedet i Danmark samt det nyeste marked i Holland. Derimod skuffer Norge og især i UK. Ny lock-down i UK som følge af Covid-19 giver midlertidige udfordringer. Guidance for 2020 reduceres med 2,0 %-point for salget og 1,0 %-point for EBITA-marginen. Foreløbig guidance for 2021 lyder på en organisk salgsvækst på 15-20 %.

- Selvom Guidance for 2020 reduceres, er der fortsat tale om en høj lønsom vækst i koncernsalget med Danmark i front med en vækst i Q3 på hele 24 % ligeligt fordelt på Public og Private. Indtjeningen i Holland er kraftigt på vej op. Trods en betydelig udvidelse af medarbejderstaben synes omkostningerne at være under kontrol.
- Trods de ydre påvirkninger fra Covid-19 sættes der foreløbige tal på for 2021, hvor man baseret på nugældende forhold forventer en organisk salgsvækst på 15-20 % og en EBITA-margin i niveauet 25 %. Endelig Guidance præsenteres i forbindelse med årsregnskabet i januar.
- Cash-flowet udvikler sig godt, og derfor stiles der mod en udlodning til aktionærerne for 2020 i niveauet 100 mio. kr. Det svarer til ca. 2 kr. pr. aktie.
- Netcompany står stærkt på kernemarkedet i Danmark. Det adresserbare marked for de IT-ydelser, som Netcompany udbyder, rummer basis for fortsat høj vækst flere år frem som følge af digitaliseringsprocessen. Behovet for digitalisering er blevet forstærket af Covid-19 krisen.
- En ny spændende satsning er foretaget via et ligeligt ejet joint-venture med Københavns Lufthavne og etablering af selskabet Smarter Airports A/S. Hensigten er at udvikle en digital platform rettet mod drift af lufthavne. Ved succes kan det åbne et nyt forretningsben, så vidt vi kan vurdere tingene.
- Intentionen er fortsat at blive en ledende digital udfordrer i Nordeuropa. Geografisk vil det kræve etablering i Sverige og Finland via opkøb. Der er finansielt råderum hertil med en uudnyttet kreditfacilitet på 704 mio. kr. + 400 mio. kr. øremærket opkøb.
- Aktien handler til høje multipler. Alligevel ser vi positivt på aktien på lang sigt, men intet må afspores i en så højt prisfast aktie. Risikoen må derfor betegnes som temmelig høj.

Aktievurdering:

Aktuel Kurs: 510
 Børs: Large Cap
 Markedsværdi: 25.500 mio. kr.
 Antal aktier: 50 mio. styk

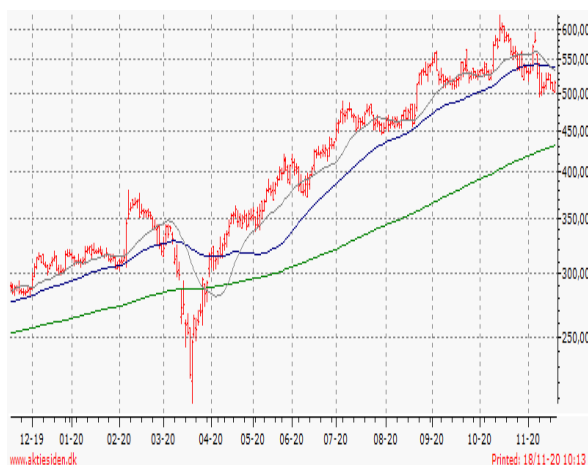
Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 500-550 (før 425-475)
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 550-600 (før 475-550)
 Næste regnskab: Årsregnskab den 28-01-2021.



Selskabets forventninger til 2020

Covid-19 har ført til en omfattende lock-down i UK, hvilket har påvirket Netcompany negativt. De norske aktiviteter er kun moderat negativt påvirket. Danmark og Holland udviser derimod flot vækst. Som følge af modgangen i UK sænker selskabet sin Guidance for 2020 til en organisk vækst i den lave ende af intervallet 16-18 % (før 18-20 %) og den lave ende af intervallet 17-19 % inklusiv de sidste år tilkøbte aktiviteter i Holland. EBITA-marginen ventes at lande omkring 25 % mod før 26 %.

Baseret på de nu kendte forhold sætter ledelsen foreløbige tal på for 2021. Her ventes en organisk salgsvækst på 15-20 % og en EBITA-margin på ca. 25 %.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 624 / 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 etableret 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). Q3 omsætningen fordeler sig med 63 % Public og 37 % Private. 55 % af omsætningen omfattede udviklingsopgaver og 45 % 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, byde på og vinde relevante projekter, hvor man kan levere de rette løsninger til kunderne til attraktive marginer i opgaveudførelsen. En høj "hit ratio" i tilbudsgivningen er udtryk for indre styrke.
- Den gennemsnitlige årlige salgsvækst har været på cirka 20 % organisk igennem mere end 10 år. Frem til opkøbene i Norge, UK og Holland var der udelukkende tale om organisk vækst og en koncentreret indsats på det danske marked.
- Salget steg i Q3 med 17,3 % og 17,9 % i Q1-3 opgjort i konstante valutaer. Omsætningens fordeling i Q3 var: Danmark 77,7, UK 11,3, Norge 6,8 og Holland 4,2 %. Danmark er således fortsat det klart vigtigste marked, og her opnåede man i Q3 en EBITA-margin på 36,7 %. Indtjeningsmarginerne i Holland er i klar bedring.
- 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. 30-09-2020 beskæftigede koncernen gennemsnitligt 2.827 fuldtidsansatte (freelancere og eksterne udviklere er medregnet i tallet og omregnet til fuldtidsansatte). Det er en udvidelse på over 400 ansatte, heraf 103 nye ansatte i Holland. 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.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2019: 4.300 aktionærer. Ca. 35 % af aktierne ejes af de fem største aktionærer og ca. 58 % ejes af udenlandske investorer. Ca. 10 % af aktierne ejes af ledelsesgruppen og bestyrelsen. Storaktionærer er AC NC Holding ApS 10,19 %, The Capital Group Companies 5,43%, FMR LLC 4,96 %, Kapitalforening Danske Invest 4,83 %.

Meget positivt at tage med fra seneste regnskab trods en nedjustering af forventningerne til 2020.

Covid-19 pandemien har skabt usikkerhed og udfordringer for de fleste virksomheder. Finansielle målsætninger for 2020 blev suspenderet, og da selskaberne igen kunne guide, var det oftest med lavere forventninger end ved årets start. Netcompany holdt stand indtil præsentationen af ni-måneders regnskabet trods lock-down i foråret i mange lande. Udsigten for især det britiske marked påvirkes nu igen negativt af landets nye lock-down som følge af Covid-19-bølge nr. 2. Q3 har derfor været udfordrende for selskabets salg og indtjening i UK og det samme bliver tilfældet i Q4. De norske aktiviteter er også let presset, mens udviklingen i Danmark imponerer. Dertil kommer flot vækst og stigende marginer på det endnu begrænsede hollandske marked.

Udsigten for resten af året er let svækket, og derfor sænkes forventningerne til vækst og indtjening. Nu ventes en organisk vækst i konstante valutaer i den lave ende af intervallerne 16-18 % organisk og 17-19 % inklusiv de sidste år tilkøbte aktiviteter i Holland. Det svarer til en tilpasning på 2,0 % i nedadgående retning. Overskudsgraden (EBITA) reduceres fra niveauet 26 % til 25 %. Nedjusteringer er aldrig positivt nyt, men reelt set kan ingen være utilfredse med en så høj vækst og indtjening i et udfordrende år. Ledelsen anser

udfordringerne for midlertidige, og man tør derfor allerede nu sætte foreløbige tal på for 2021, hvor der forudses en organisk salgsvækst på 15-20 % og en overskudsgrad (EBITA) i niveauet 25 %. Den endelige Guidance for 2021 vil blive meldt ud i forbindelse med årsregnskabet ultimo januar 2021. Baseret på årets forventede cash-flow stiller ledelsen en udlodning på op mod 100 mio. kr. i udsigt (svarende til ca. 2 kr. pr. aktie). Det vil i så fald være første gang siden børsnoteringen i 2018, at der sendes penge retur til aktionærerne.

I årets første tre kvartaler er salget steget 15,9 % til 2.065,8 mio. kr. (+17,3 % i Q3). EBITA-marginen er forbedret til 25,2 % (24,3 % i samme periode sidste år). Indtægterne er steget procentuelt mere end udgifterne, selvom man har taget 482 nye medarbejdere ind set i forhold til samme periode sidste år. Vækstrejsen er altså fortsat trods udfordringer i UK.

Salget i Danmark udgjorde i Q3 hele 77,7 % af koncernomsætningen. Det skyldes en markant vækst i det danske salg på hele 24,3 % med en ligelig fordeling på Private og Public. Holland har mere end fordoblet salget og indtjeningen er i markant bedring. EBITA-marginen i Holland steg således til 20,9 % i Q3 og nærmer sig dermed "Netcompany-standard" (= ca. 25 % i EBITA-margin). Det norske salg voksede med 5,4 %, hvilket er lavere end forventet. I UK var der en salgsnedgang på 17,3 %. Trods et lavere end ventet salg i Norge og UK pointeres det, at marginerne fortsat var positive. For indeværende kvartal er der udsigt til en bedring i Norge, idet man fornylig vandt en stor ordre fra Norwegian Medicines Agency. Dertil kommer, at der primo Q4 er indgået aftale om implementering af en version af den danske app kaldet SmitteStop i Norge. Utilfredsstillende marginer i UK skyldes naturligvis salgsnedgangen, men også den fortsatte ændring af medarbejderstyrken fra brug af uafhængige contractors til fastansatte. Pr. 30-09-2020 er antal uafhængige contractors nedbragt til 68 personer. I perioder med høj udnyttelsesgrad af de personalemæssige ressourcer er der en klar fordel i at gøre brug af fastansatte medarbejdere, idet opnået viden så beholdes in-house. Fuld udnyttelse er ikke tilfældet for nærværende, men 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.

På koncernniveau er der set en salgsfremgang på 9,6 % år/år i Privatsegmentet men hele 22,4 % i Public. I Danmark var vækstraterne i de to segmenter på hele 24 % i Q3. Aktiviteten i Danmark har været høj med løsning af flerårige projekter for både Private- og Publickunder. 55 % af salget omfattede udviklingsopgaver og 45 % 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.

Ultimo Q3 beskæftigede Netcompany gennemsnitligt 2.827 fuldtidsansatte, hvilket er en fremgang på 482 personer, hvoraf 451 af de nye medarbejdere varetager kundeopgaver/-kontakt. Branchen er præget af høj efterspørgsel efter de dygtigste IT-folk. Det vidner et medarbejderfralfald på 14,5 % over de seneste 12 måneder om. Her under Covid-19 har man dog oplevet, at færre medarbejdere aktivt har søgt om jobs i andre IT-virksomheder. For Netcompany er det hele tiden en udfordring at fastholde de bedste medarbejdere og samtidig tiltrække nye. Det er hidtil lykkedes.

Visibiliteten for salget er pr. 30-09-2020 opgjort til 2.719,9 mio. kr. Det er baseret på en opnået omsætning i Q1-3 på 2.065,8 mio. kr., underskrevne kontrakter til en værdi på 591,6 mio. kr. og endnu ikke faste ordrer på 62,5 mio. kr. Man er godt på vej mod at opfylde årets nye let nedjusterede mål for omsætningen.

Nettoreultatet for Q3 andrager 128,1 mio. kr. og 316,9 mio. kr. for Q1-3. Det svarer til et resultat pr. aktie på hhv. 2,60 og 6,42 kr. Sidstnævnte skal ses i forhold til opnået resultat på 5,33 kr. i samme periode i 2019. Seneste 12 måneders rullende indtjening andrager 8,99 kr. pr. aktie. Aktien handler derfor på en historisk P/E (510/8,99) på 56,7 og er derfor meget dyrt pr. Netcompany ser dog ud til at komme godt igennem et udfordrende år. Det giver tillid til fremtiden, at ledelsen allerede tør sætte foreløbige tal på for 2021, hvor der sigtes mod en organisk vækst på 15-20 %. Væksttempoet forventes altså at opretholde højt momentum. I vores seneste analyse fra den 08-09-2020 var vores kortsigtede anbefaling Sælg, hvilket primært skyldtes vores frygt for, at Covid-19 ville give udfordringer i UK. Det har vist sig at være tilfældet, men det er blevet håndteret godt. Dette sammenholdt med en foreløbig opløftende prognose for 2021 gør, at vi er blevet mere positive på casen. Det samme gælder for så vidt intentionen om at ville sende ca. 100 mio. kr. retur til aktionærerne. For at retfærdiggøre den høje prissætning er det bydende nødvendigt, at Netcompany vil være i stand til at opretholde det høje væksttempo i mange år frem. Det synes at være muligt.

Intern styring er vigtig for at sikre en fortsat høj og profitabel vækst.

Lønsom vækst er altid godt set fra aktionærernes side, men det stiller også store krav til ledelsen at håndtere en koncern, der årligt vokser med ca. 20 % på topline. Det kræver konstant tilgang af nye medarbejdere, og set over det seneste år er man blevet 20,5 % flere ansatte. Dertil kommer implementering af opkøb, hvor indtjeningsmarginerne på kortest mulig tid skal bringes op på "Netcompany-standard", hvilket vil sige ca. 25 % for EBITA-marginen. Endelig skal håndteringen af overgangen fra brug af uafhængige contractors i UK til fastansatte medarbejdere håndteres. Det hele ser ud til at forløbe planmæssigt, men Covid-19 har vanskeliggjort tingene. Efter vores

vurdering går tingene dog den rigtige vej, men fortsat med Danmark som det afgørende land. Strategien er via opkøb at opnå en geografisk spredning på flere lande, idet nedgang i et land så kan kompenseres ved opgang i et andet. Desuden kan medarbejdere i et land foretage opgaver relateret til et andet land. Man opnår synergier og en større fleksibilitet i arbejdsstyrken.

Processen med at bringe indtjeningsmarginerne op i Norge og UK var på rette vej indtil Covid-19 afsporede tingene. Meget tyder på, at en vaccine mod Covid-19 er nært forestående. Det giver begrundet håb om, at vi engang i 2021 igen får "normale" tilstande. Derefter burde marginerne i Norge og UK igen kunne bringes op.

Tilfredse kunder og kontinuerlige nye opgaver er vigtigt for at opretholde de høje årlige vækstrater. Det gælder om at levere til aftalt kvalitet, pris og tid. Det har hidtil været tilfældet 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.

Desuden er det vigtigt, at det adresserbare marked udvides. 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.

Det vigtigste aktiv i hele processen fra start til slut er medarbejderne. Netcompany uddelegerer ansvar ved at lade IT-folk lede IT-fagfolk 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 vækststregen.

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.

De ydre markedsforhold sandsynliggør, at Netcompany kan opretholde høje årlige vækstrater mange år frem, da andelen af det adresserbare marked endnu er lavt. Ledelsen vurderer, at man på de interne linjer kan følge med til en høj årlig vækst.

Covid-19 øger behovet for flere samfundskritiske digitale løsninger til gavn for Netcompany.

Covid-19 pandemien har vist vigtigheden af digitalisering, så daglig drift kan opretholdes trods udefra kommende særlige begivenheder. Digitaliseringsmæssigt er vi langt fremme i Danmark. Covid-19 vil åbne for nye muligheder og behov både herhjemme, men også i mange andre lande. Netcompany har et klart ønske om at udvide via opkøb i Sverige og Finland, men kun til rette pris. Et forsøg på opkøb i Sverige sidste år lykkedes ikke, og det viser os, at Netcompany kun køber, hvis pris m.m. er i orden. Vækst ja – men ikke for enhver pris. Lønsomhed sættes højere end vækst. Det kan vi kun billige.

Sverige og Finland er imidlertid nogle spændende markeder, hvor man via opkøb kan skabe basis for selskabets strategi om at blive en ledende digital udfordrer i Nordeuropa. Markedet for IT-serviceopgaver, som Netcompany kan levere, estimeres til at udgøre 18 mia. kr. i Sverige og 11 mia. kr. i Finland med årlige vækstrater for perioden 2019-2022 på hhv. 4-5% og 5-6% for de to lande.

Netcompany skal fortsætte den lagte strategi. Fasthold nøglemedarbejderne. Byd ind på de rigtige og profitable projekter. Udfør opgaverne til aftalt pris, tid og kvalitet. Opnå volumen, synergier og krydssalg mellem landene. Foretag lønsomme opkøb af komplementære virksomheder i Sverige og Finland. I så fald er der basis for fortsat meget høje vækstrater i de kommende mange år, og i det lys forekommer aktien at være interessant for langsigtede investorer. Digitaliseringsprocessen er først lige begyndt i mange lande.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker: Behovet for digitalisering er stort, og selskabets nøglemarkeder er i front. Stærkt cash-flow, høj conversion rate og høj lønsom vækst. Man har sikret sig finansielt råderum til nye opkøb. Selskabet er godt på vej mod at blive en ledende digital udfordrer i Nordeuropa. Intention om at udlodde op mod 100 mio. kr. til aktionærene er positivt.

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 plads til vækst på alle markeder. Succes i 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. Markedet for digitalisering og løsning af store samfundsmæssige IT-opgaver har mulighed for at vokse markant mange år frem.

Trusler: Intern styring er påkrævet for at håndtere en lønsom vækst. Løsning af store komplekse opgaver er behæftet med risici. Knaphed på medarbejdere er en risiko, hvilket kan føre til lønpres. Aktien er dyr målt på gængse nøgletal.

Regnskabstal

mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	900	1416	2053	2454	2850
Service cost	527	803	1236	1458	1700
Overhead cost	125	211	302	378	420
EBITA ordinært	248	402	514	617	730
Særlige poster	-35	-33	-34	-4	-10
Amortisering	-74	-96	-115	-102	-100
EBIT	139	273	364	511	620
Finansposter	-63	-72	-109	-14	-50
EBT	76	201	256	497	570
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	2500
EBITA ordinær %	27,6	28,4	25,0	25,2	25,6
EBT %	8,4	14,2	12,5	20,3	20,0
Egenkap.forrentning %	2,3	9,0	10,5	20,0	20,6
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	46

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling	
		0-6 måneders sigt	12-19 måneders sigt
08-09-2020	515	425-475	475-550
28-05-2020	403	340-350	350-400
26-02-2020	336	320-380	380-400
26-11-2019	287	270-300	270-310

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 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.