

Visibiliteten for året ser lovende ud, og ledelsen fastholder målet om en omsætningsvækst på imponerende 19-21 %. På den korte bane er aktien dog blevet for dyr.

- Netcompany fastholder i år at opnå en organisk salgsvækst på 18-20 %, hvortil kommer et bidrag på 1 % fra det i 2019 tilkøbte selskab i Holland. EBITA-marginen fastholdes i niveauet 26 %.
- Væksten i Q1 var på 13,4 % organisk og 16,4 % totalt set men i faste valutakurser 16,8%. EBITA-marginen var på 23,6 %. Det frie cash flow steg til 95 mio. kr. og cash conversion raten var på 84,4 %. EPS for kvartalet faldt til 1,89 kr. mod 2,0 kr. for et år siden. Faldet skyldes primært en ændring på finansposterne.
- På medarbejdersiden er man nu oppe på 2.585 ansatte mod 2.099 for et år siden, hvoraf købet i Holland har bidraget med 89 ansatte. Arbejdet med at konvertere brugen af uafhængige contractors i UK til fastansatte fortsætter planmæssigt.
- Det samme gør sig gældende i processen med at bringe marginerne i de tilkøbte aktiviteter i Norge, UK og Holland op på Netcompany-standard. Det går den rigtige vej.
- COVID-19 er en usikkerhed omkring udviklingen i år. Netcompany forventer dog en begrænset negativ effekt (eventuelt slet ingen), idet ca. 50 % af omsætningen hidrører fra service og vedligehold. Langsigtet vil behovet for digitalisering ikke ændre sig. Aktieinfo ser dog risiko for, at målene for 2020 kan blive vanskelige at nå, mens ledelsens langsigtede mål for vækst og indtjening derimod fortsat synes opnåelige.
- Netcompany er en spændende virksomhed med stor skalerbarhed og mulighed for at udvide via opkøb. Et højt væksttempo kan derfor forventes opretholdt, da markedet for digitalisering vokser. Alligevel sænker vi vores kortsigtede anbefaling fra Hold til Sælg. Det sker som følge af en kursstigning i år på +27% og at aktien handler til nogle særdeles høje multipler på P/E2020E på 41 og 31-36 for 2021. P/E-udregningerne er endda baseret på, at selskabet formår at indfri vækstforventningerne for 2020, hvilket vi anser som usikkert.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 403

Børs: Large Cap

Markedsværdi: 20.150 mio. kr.

Antal aktier: 50 mio. styk

Næste regnskab: Q2 regnskab den 19-08-2020

Kort sigt: Sælg (før Hold)

Langt sigt: Hold (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 340 – 350 (før 320-380)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 350 – 400 (før 380-400)

Tidligere anbefaling: Hold / Hold den 26-02-2020 ved kurs 336

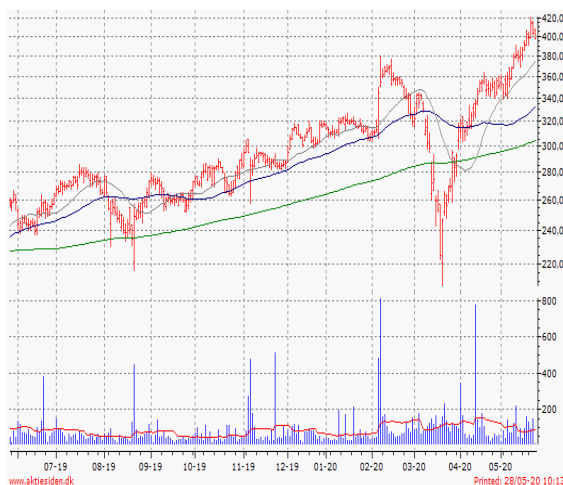


Selskabets forventninger til 2020

Netcompany fastholder efter Q1 forventningerne til 2020, dvs. en organisk salgsvækst på 18-20 % og 19-21 % inklusiv de tilkøbte aktiviteter i Holland. EBITA-marginen ventes at lande på ca. 26 %.

Det pointeres, at der er usikkerhed om tempoet i overgangen fra contractors til fastansættelser i UK.

Umiddelbart er selskabet ikke negativt påvirket af COVID-19 udbruddet frem til fremlæggelsen af regnskabet den 06-05-2020.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 421 / 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. Til kunderne leverer man afgørende løsninger både til private virksomheder såvel som centrale offentlige samfundsmæssige funktioner. 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 er et nøgleord med udførelse af opgaver til aftalt pris, tid og i høj kvalitet.
- Forretningen er opdelt i Public (offentlige kunder) og Private (virksomhedskunder). Q1 salget fordeler sig med 62 % Public og 38 % Private. 51 % af salget 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.
- 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.
- Danmark er hovedmarkedet med en andel af salget på 75,4 % fulgt af UK på 14,1 %, Norge på 8,7 % og Holland med 2,5 %.
- 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. Den organiske salgsvækst i Q1 var på 13,4 %, hvortil kom 3,0 % fra sidste års opkøb i Holland.
- Ledelsesgruppen udgøres 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. 31-03-2020 beskæftigede koncernen gennemsnitlig 2.585 fuldtidsansatte (freelancere og eksterne udviklere er medregnet i tallet og omregnet til fuldtidsansatte). Det er en udvidelse fra 2.099 året før. Holland tilførte 89 nye medarbejdere.
- 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 den 06-11-2019 indgået en market maker aftale med Danske Bank.
- 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. Følgende aktionærer ejer over 5 % af aktierne: AC NC Holding ApS 10,19 %, FMR LLC 9,8 % (nedbragt til 7,54 % pr. 10-02-2020), Kapitalforening Danske Invest 5,92 % og The Capital Group Companies 5,26 %.

Salgsfremgang på 16,4 % i Q1 og prognosen om en vækst på 19-21 % for året opretholdes.

En vækst på 16,4 % er imponerende, men vi er lidt skuffet over, at den organiske vækst "kun" var på 13,4 %. Sidste års køb i Holland åbnede et nyt marked, der bidrog med 3,0 % til væksten.

Købet i Holland er baseret på den fremtidige indtjening. Up-front er der betalt 5 mio. EUR. Dertil kommer en betaling på 11 x justeret EBITA for 2020 med fradrag for up-front betalingen. Endelig er der et element af earn-out på 5 x justeret EBITA for 2020 baseret på vækst mål for perioden 2020 til 2022 og opnåelse af en aftalt EBITA-margin i 2022. Næste del af købsprisen erlægges 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 og udelukkende i form af aktier i Netcompany. Måden købet er sammensat på giver sælgeren et økonomisk incitament til at bidrage positivt til integrationsprocessen.

EBITA-marginen lå på 23,6 %. Ledelsen fastholder Guidance for 2020 om en salgsvækst inkl. Holland på 19-21 % og en EBITA-margin på ca. 26 %. Det skyldes en høj visibilitet på 2.131,8 mio. kr. for året, idet salget i Q1 androg 695,6 mio. kr., hvortil kommer underskrevne kontrakter til en værdi på 1.232 mio. kr. og endnu ikke faste ordrer til en værdi på 204,2 mio. kr. Uagtet en høj visibilitet står det klart, at

der skal indgås nye kontrakter i den resterende del af 2020 for at nå målet. Usikkerheden her består i høj grad af effekten fra COVID-19 og nedlukningen af dele af samfundene på selskabets markeder i Danmark, Norge, UK og Holland. Det kan føre til udskydelse og i værste fald annullering af projekter især i privatsegmentet. Udskydelser vil blot føre til en tidsmæssig forskydning ind i kommende år, mens annullering af projekter er værre. I regnskabet nævnes det, at Netcompany forventer at vinde to nye ordrer i Norge inden udgangen af Q2 i år. Salgskapaciteten i Norge er blevet udbygget, hvilket har ført til en lavere kapacitetsudnyttelse end normalt. Det har lagt pres på marginerne i Norge i Q1.

Danmark er fortsat det vigtigste marked, og her er salget steget med 18,7 % grundet stor aktivitet i både public og private. De norske aktiviteter steg med 6,5 % men faldt 0,4 % efter omregning til DKK. Det skyldes faldet i værdien på norske kroner. Selskabet nævner, at pipeline i Norge er lovende, og nye projekter ventes som nævnt indgået inden udgangen af Q2. I UK faldt salget med 2,4 %, hvilket forklares med overgangen fra contractors til fastansatte medarbejdere. Dertil kommer en bevidst strategi om at forbedre marginerne ved at sige nej til opgaver med for lave marginer. Altså mindre fokus på topinjevækst – mere på lønsomhed. Marginerne i UK-aktiviteterne forbedres derfor. I Holland er store projekter til en fastsat pris blevet afsluttet, hvilket er sket til lave timepriser. Nu skal priserne sættes op på opgaver her. Danmark er cash-cowen, og strategien går på at bringe marginerne op i de tilkøbte aktiviteter. Målsætningen er, at opkøbte enheder i løbet af ca. 3 år skal bringes op på Netcompany-standard omkring indtjening, og det går absolut den rigtige vej.

Da Netcompany købte Hunter Macdonald i 2017 gjorde det engelske selskab i høj grad brug af uafhængige contractors. Ny engelsk lovgivning kaldet IR35 vil reducere de tidligere skattemæssige fordele for disse contractors. Arbejdet med at reducere brugen af contractors fortsætter, og i Q1 er 99 personer skiftet til fastansættelse.

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.

Public-segmentet tegnede sig for 62,2 % af salget, og disse opgaver strækker sig ofte over op til 7 år med udvikling af projekter i 1½ år og service og vedligeholdelse i de resterende år. Marginerne er ofte høje på serviceopgaverne. Igen var Danmark det stærkeste marked med en vækst på 23,4 %. Norge så derimod en nedgang på 12,8 %, hvilket forklares med tidsforskydning. Man afventer nemlig svar på tilbudsgivning.

Private-kunderne stod for 37,8 % af koncernomsætningen efter en stigning på 6,2 % i Q1. Her sås til gengæld en vækst i Norge på hele 13,9 % og 10,9 % i Danmark, hvor væksten drives af store flerårige aftaler. Privat-delen i UK faldt med 11,8 %, hvilket dog i høj grad skyldes en strategisk beslutning om at reducere væksten mod til gengæld at fokusere på marginerne.

På koncernniveau faldt andelen af udviklingsopgaver til 51,1 % (55,2 % i Q1 2019), mens vedligehold steg fra 44,8 % sidste år til 48,9 %. Det forbedrer umiddelbart marginerne.

Omkostningerne er steget i kvartalets løb, hvilket primært skyldes tilgangen af 23,2 % flere ansatte. Nettoresultatet faldt med 6 % i Q1 til 92,8 mio. kr. fra 98,7 mio. kr. i samme periode sidste år. Dette skyldes en midlertidig negativ ændring på finansposterne.

Selvom vi er lidt skuffet over udviklingen i Q1, så dækker det over en sammenligning med tidligere års ekstremt høje vækstrater, som kan være vanskelige at opretholde over tid. Ledelsen forventer dog fortsat at kunne opretholde årlige vækstrater på 18-20 % uden at gå på kompromis med det allervigtigste: Fortsat at levere store løsninger til privat-delen 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.

De interne rammer er altså på plads. Succes opnået i Danmark "eksporteres" til Norge, UK og Holland samt på sigt formentlig også Sverige og Finland, som Netcompany har udset som de næste vækstmarkeder, hvor der skal købes op. Ideen er at opnå volumen, synergieffekter og krydssalg mellem landene.

Aktieinfos vurdering er, at Netcompany er et særdeles spændende vækstselskab, hvor ledelsen synes at have "hands-on". Man søger profitabel vækst men ikke for enhver pris. Internt skal organisationen nemlig kunne følge med til en langsigtet årlig vækst på 18-20 %. Udfordringen er konstant at kunne få tilstrækkeligt nok nye folk ind, og hurtigt oplære dem i den rette "Netcompany" spirit. Derudover er processen med at bringe marginerne i de tilkøbte enheder op på Netcompany-standard en vigtig forudsætning for, at væksten sker på det ønskede lønsomme niveau.

Netcompany mangler endnu at få bragt Norge og UK op på de ønskede indtjeningsniveauer, men det går den rigtige vej. I Holland går det også den rigtige vej. I vores optik er der dog nu indregnet for meget positivt i aktiekursen, især henset til at Q1 ikke var helt så godt, som vi forventede, og dels henset til usikkerhed på kort sigt fra følgerne af COVID-19.

I vores seneste analyse i februar 2020 fastsatte Aktieinfo et kursmål for aktien i 380-400 på 12-18 måneders sigt. Det niveau er allerede nået efter en stigning i aktiekursen i år fra primo 317 til 403 svarende til +27%. Jf. skema med regnskabstal på side 5 fastholder vi vores estimat for 2020, hvilket sker med baggrund i ledelsens fastholdelse. Uden at indregne en risiko for, at de finansielle mål for 2020 eventuelt ikke nås, handler aktien til en P/E 2020E på 41. Fastholdes samme procentuelle vækst i 2021 som i 2020 og en EBITA-margin på 26 % estimerer vi et resultat pr. aktie i 2021 på 11-13. P/E 2021E kan derfor udregnes til 31-36. Vi ændrer på denne baggrund vores kortsigtede anbefaling til Sælg, men opretholder Hold på langt sigt.

Vækstudsigterne

Årsregnskabet (side 12-26) indeholdt en forklaring på, hvordan Netcompany mener at kunne opretholde årlige vækstrater på ca. 20 % mange år frem. Danmark er i front omkring digitalisering, og der er truffet politiske beslutninger med henblik på at holde Danmark helt fremme i feltet. Det samme gælder for Norge og Holland, der begge ligner det danske marked. UK er blevet mere og mere digitaliseret i de senere år, men der er et stort behov for opdatering af systemer hos offentlige myndigheder. Brexit anses ligefrem for at være en fordel for Netcompany.

Det samlede marked for it-service i Danmark, UK, Norge og Holland estimeres i 2019 til 475 mia. kr. Netcompanys kernemarked udgør dog "kun" 183 mia. kr. heraf. Netcompany sidder altså kun på rundt 1,3 % af det potentielle marked. Det levner plads til fortsat høj vækst i salget. For nærværende 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 imponerer 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 indgår som en del af strategien for at opnå de estimerede vækstrater. Specifikt gives der oplysninger Sverige og Finland, hvor selskabet med stor sandsynlighed vil udvide for at opnå målsætningen om at blive en ledende digital udbyder i Nordeuropa. Her vurderes kernemarkedet – altså den del af it-serviceopgaverne der passer til Netcompany – 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%.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker: Høj vækst og veldokumenteret indtjening igennem mange år. Store og tilfredse kunder (kundeloyalitet) med høj betalingsevne. Offentlige kunder har brug for komplekse løsninger, altså langstrakte opgaver. Selskabet satser bevidst på store virksomhedskunder, hvor kravet til kvaliteten inklusive sikkerhed vejer tungere end hensynet til prisen. Gælden blev efter IPO'en omlagt til lavere rente og med forbedrede vilkår (covenants), hvilket finansielt giver plads til opkøb.

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 tempo i væksten.

Muligheder: Norge, UK og Holland rummer stor upside for salgsvækst. Gode erfaringer fra Danmark skal overføres til disse markeder 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: Den interne styring skal konstant være stram, så man undgår vækst for vækstens skyld og ordrer på besværlige opgaver til for lave marginer. Løsning af stadig større opgaver for kunder indebærer operationelle risici. Aktien er følsom for negative afvigelser. Det er vigtigt at kunne tiltrække og fastholde de bedste medarbejdere for at løse opgaverne. Tilsvarende må der i de næste par år påregnes lønpres i den opkogte it-branche.

Regnskabstal

mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	900	1416	2053	2454	2900
Service cost	527	803	1236	1458	1750
Overhead cost	125	211	302	378	400
EBITA ordinært	248	402	514	617	750
Særlige poster	-35	-33	-34	-4	0
Amortisering	-74	-96	-115	-102	100
EBIT	139	273	364	511	650
Finansposter	-63	-72	-109	-14	-20
EBT	76	201	256	497	630
Skat	-43	-59	-74	-109	-140
Nettoresultat	33	142	181	389	490
Antal ansatte ultimo	947	1705	2000	2293	2500
Aktiver	2860	3470	3485	3728	3800
Immaterielle poster	2373	2604	2484	2551	2600
Egenkapital	1261	1644	1806	2072	2400
EBITA ordinær %	27,6	28,4	25,0	25,2	25,9
EBT %	8,4	14,2	12,5	20,3	21,7
Egenkap.forrentning %	2,3	9,0	10,5	20,0	21,9
Indtjening pr. aktie	NA	NA	3,65	7,9	9,8
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
26-02-2020	336	Hold	Hold
26-11-2019	287	Hold	Hold
29-08-2019	260	Hold	Køb
13-05-2019	250	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.