

Netcompany har pr. 31-10-2021 købt Intrasoft International for 235 mio. EUR. Aktiviteterne udvides til ekstra 13 lande og man overtager 2.800 nye ansatte. Et spændende opkøb, der dog også øger den operationelle risiko.

- Med købet af Intrasoft får Netcompany en stærk position til at nyde godt af den digitalisering, der ventes at finde sted i Europa i de næste 5-10 år. Intrasoft har gode referencer og kompetencer i telekommunikation, Bank og Finans samt energisektoren. Det interessante er Intrasofts position overfor EU-kommissionen og en række institutioner herunder. Netop her må man forvente, at behovet for digitalisering er stort.
- Købsprisen er på 235 mio. EUR, hvoraf 217 mio. EUR trækkes på selskabets kredit, mens resten betales i aktier. Købsprisen svarer til en faktor 1,2 på pris/salg og 17,6 på opnået EBITA hos Intrasoft sidste år.
- Mens Netcompany har indtjeningsmarginer pænt over 20 %, så ligger de hos Intrasoft på lige under 7,0 %. Det minder om de forhold, som Netcompany købte sig ind i ved købene i tidligere år i Norge, UK og Holland. Der forestår en kæmpe opgave for ledelsen med at sikre en smidig integration med udnyttelse af krydssalg mellem landene, effektiv brug af personalet m.m. Lykkes det, vil marginerne i Intrasoft på sigt kunne bevæge sig op på Netcompany-standard.
- Risikoen ved at så stort køb er dog også til at få øje på. Man udvider med 13 nye lande, over 2.800 nye medarbejdere og øger omsætningen med ca. 1,5 mia. kr. årligt. Intet må gå galt i processen. Købet bidrager til at øge væksten betydeligt. Udfordringen består i at få lønsomheden med op.
- Vi finder købet spændende og visionært. Aktien er dog meget dyrt prisfastsat, og derfor må intet gå galt i håndteringen af den markant større nye Netcompany koncern. Trods træk på kreditten til købet, så har Netcompany også penge til at foretage opkøb af egne aktier for op til 50 mio. kr. frem til ultimo dette år.

Aktievurdering:

Aktuel Kurs: 760
 Børs: C25 indekset
 Markedsværdi: 38.000 mio. kr.
 Antal aktier: 50 mio. styk

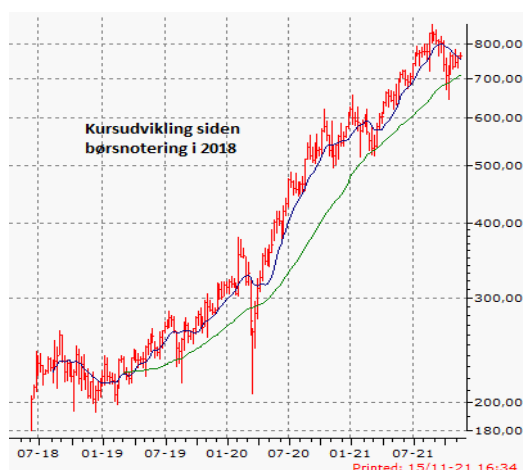
Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 725-825 (før 750-875)
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 825-900 (før 875-975)
 Næste regnskab: Årsregnskab den 25-01-2022.



Selskabets forventninger til 2021

Netcompany fastholder sin Guidance for året om en organisk salgsvækst på 18-20 % og en EBITA-margin på 23-25 %.

Inklusiv Intrasoft, der er købt pr. 31-10-2021, guider Netcompany en salgsvækst i år på 27-30 % og en EBITA-margin på 21-23 %.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 861,5 / Lav 502

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.

Midlertidige udfordringer i Holland samt ekstraordinære forhold fører til et lidt svagt Q3. Forventningerne til 2021 fastholdes dog. Stort opkøb af Intrasoft International S.A. udvider forretningsomfanget markant.

Omsætningen i rapporteret valuta steg i Q3 med 14,9 % (13,8 % i lokale valutaer), mens antallet af kundeorienterede ansatte voksede med 19,8 %. Normalt følges disse to tal ad. Q3 viser en fremgang i Danmark (+28 %), Norge (+18,6 %) og UK (+14,9 %), mens Holland (-40,2 %) skuffende er gået modsat. Som årsag angives valget i Holland i februar, hvilket har ført til forsinkelser i at få afsluttet nogle af de store tilbud, som Netcompany har budt på. For at rette op på udviklingen i Holland er der ansat en ny landechef og inddraget en ny partner. Afholdelse af udskudt ferie blandt medarbejderne i koncernen vurderes alene at have trukket omsætningsvæksten ned med 2 % i kvartalet. På det vigtigste marked i Danmark var det især privat-delen, der trak op. Netcompany forventer, at Public-segmentet i 2022 igen vil vokse i Danmark.

Bruttomarginen faldt til 41,2 % fra 42,2 % året før og EBITA-marginen til 25,1 % mod 28,1 % året før. Det skyldes det lavere aktivitetsniveau, afholdelse af ferie samt brug af flere freelancere i Danmark, hvor en række medarbejdere har arbejdet på internationale projekter. Tilpasning af et fast-pris projekt i Holland, belaster også indtjeningen. Derudover er der allokeret ekstra udgifter til markedsføring uden for Danmark, stigende udgifter som følge af øget kundeaktivitet med face-to-face møder og ekstra udgifter i ansættelsesprocessen efter brug af eksterne rådgivere. Endelig skal det nævnes, at man har taget en udgift på 30 mio. kr. i kvartalet henset til processen med køb af Intrasoft. På bundlinjen medførte alle disse forhold, at marginen endte på 13,6 % eller 18,2 % uden de ekstraordinære poster.

Set for perioden Q1-3 var der tale om en organisk salgsvækst på 19,3 % til 2.465,1 mio. kr. med høje vækstrater på 34,8, 19,8 % og 15,9 % i Danmark, Norge og UK samt en negativ organisk vækst i Holland på 12,2 %. Bruttomarginen i Q1-3 var på 38,2 % og EBITA-marginen på 24,6 %.

Baseret på udviklingen år til dato og visibiliteten for resten af året fastholder Netcompany sin Guidance om en organisk salgsvækst på 18-20 % og en EBITA-margin på 23-25 %. Inklusiv Intrasoft, der er købt pr. 31-10-2021, guider Netcompany en salgsvækst i år på 27-30 % og en EBITA-margin på 21-23 %.

Selvom Q3 isoleret betragtet er lidt til den svage side, så angives der en række informationer om, hvorfor det er tilfældet. Disse vurderes at være af forbigående karakter, og set for hele året ligger Netcompany til at kunne nå de finansielle mål.

Det eneste problem i investeringscasen er kursniveauet, hvor høj vækst mange år frem allerede er indregnet i aktiekursen, der i de seneste 12 måneder er steget 47 % og år til dato med 22 %. Aktien er dyr målt på P/E. For at retfærdiggøre den høje prisfastsættelse kræver det høj og lønsom vækst mange år frem, hvilket dog også er sandsynligt. Det vil også kræve, at det generelle aktiemarked fortsætter yderligere op flere år frem, hvilket også er sandsynligt.

Købet af Intrasoft åbner nye markeder, ligesom det tilfører mange nye medarbejdere og kompetencer

Pr. 31-10-2021 har Netcompany gennemført et stort og meget spændende opkøb af Intrasoft International S.A. med hovedkontor i Luxembourg. Sælger er Intracom S.A. Holdings, der er børsnoteret i Athen. Intrasoft blev etableret i 1996 og er en ledende europæisk virksomhed med fokus på IT-løsninger og services. Aktiviteterne spredt sig over 13 lande med hovedvægt på Grækenland, Spanien og Belgien. Netop dækningen i Belgien er interessant, idet 56,8 % af sidste års omsætning i Intrasoft skete til EU-institutioner. Disse referencer skal udnyttes optimalt og skabe mersalg, idet kunder relateret til offentlige institutioner under EU-kommissionen på sigt må have et voksende behov for udvikling af IT-løsninger, herunder digitalisering. På privatkundesiden har Intrasoft en stærk stilling i sektorer som telekommunikation, bank og finans samt i energisektoren. Selskabet råder desuden over produkter og services målrettet til toldbehandling, skattehåndtering og sociale ydelser.

Intrasoft beskæftiger over 2.800 ansatte (herunder freelancere), omsatte sidste år for 1.470 mio. kr. og opnåede et EBITA-resultat på 99 mio. kr. svarende til en margin på 6,7 %. EBITA-marginen ligger markant under Netcompany-standarden på over 20 %, hvilket også har været tilfældet med de tre opkøb, som man har gennemført i Norge, UK og Holland i årene 2016, 2017 og 2019. Her pågår arbejdet fortsat med at løfte marginerne, og det går den rigtige vej. Marginerne i Intrasoft skal bringes op på Netcompany niveau på kortest mulig tid. Lykkes man med denne mission, vil indtjeningen i den nye store koncern få et stort hop opad i de kommende år. Netcompany har ikke meldt noget ud omkring potentielle synergier, men der kan forventes øgte krydssalg og dermed øget vækst og indtjening.

Midlertid bliver det ikke nogen nem opgave. Der er nemlig tale om et meget stort opkøb til en pris på 235 mio. EUR (1.750 mio. kr.), hvoraf 217 mio. EUR erlægges kontant og resten via aktier. Man overtager en forretning med aktivitet i følgende 13 lande: Belgien, Bulgarien, Cypern, Danmark, Grækenland, Jordan, Kenya, Luxembourg, Rumænien, Sydafrika, UK, De Forenede Arabiske Emirater og USA. Flere af disse lande er formentlig ikke nået ret langt i digitaliseringsudviklingen, men det kan og vil jo komme.

Geografisk passer købet ikke med Netcompanys hidtidige ambition, der var at blive markedsleder i Nordeuropa. Landelisten forekommer at være meget bredt favnende, og vores gæt er, at Netcompany vil foretage en sanering. Imidlertid rummer et område som Mellemøsten formentlig store muligheder, og der må kunne opnås synergier i Danmark og UK, hvor der vil være "dobbeltkontorer". Vi savner dog lande som Sverige og Finland på listen.

Det er et visionært opkøb, men det øger også den operationelle risiko. Et så omfattende opkøb vil tage tid at få fuldt integreret, idet man jo fortsat også skal arbejde på at færdiggøre integrationen af de tidligere opkøb i Norge, UK og Holland. Overordnet set er marginerne i Norge, UK og Holland forbedret, men man er endnu ikke i mål.

Vi er lidt overraskede over valget af denne opkøbsmulighed, men her må vi lade historikken gå i favør af Netcompany-ledelsen, idet de hidtidige opkøb i nærmarkederne ser ud til at udvikle sig godt og købt til gode priser. En price/sales på 1,2x og en faktor 17,6x EBITA for Intrasoft kan forsvares.

Digitaliseringsbehovet er stort. Sådan kan Netcompany opretholde høj lønsom vækst fremover.

Netcompany har i Danmark opnået kritisk masse og fremstår som en særdeles stærk partner, når offentlige og private kunder skal vælge en udbyder til løsning af store kritiske IT-opgaver. Succes fra de danske aktiviteter i de seneste 20 år bliver løbende implementeret i Norge, UK og Holland, hvor man købte sig ind i årene 2016, 2017 og 2019. Intentionen er at bringe de opkøbte enheder op på den vækst og indtjening, som ses i Danmark, indenfor 3-5 år fra opkøbet. Her er man endnu ikke kommet i mål, hvorfor der i de kommende år er udsigt til stigende indtjening fra de tilkøbte aktiviteter. Nu skal man så i gang med en lignende proces i de 13 nye lande.

Gov Tech Framework bestående af hundredvis af samfundskritiske løsninger baseret på mere end 2.000 komponenter blev lanceret i 2020 og visualiserer, hvordan kunderne optimalt kan sammensætte de rette løsninger baseret på arbejde, som Netcompany allerede har udført og opnået teknologisk viden og ekspertise om. Det bidrager til skalerbarheden og øget indtjening.

Samarbejdet om Smarter Airports med Københavns Lufthavne i et Joint Venture er en ny digital Airport platform, der på sigt kan sælges til mange andre lufthavne. Her kan der potentielt opnås vækst i et nyt forretningssegment.

Trods en stærk position i Danmark har man "kun" en markedsandel på 10 % af det adresserbare marked. Sidste år var omsætningen i Norge på 217 mio. kr. ud af et potentielt marked på 9 mia. kr. Omsætningen i UK var 345 mio. kr. ud af et adresserbart marked på 125 mia. kr. Og i Holland var omsætningen kun på 99 mio. kr. ud af et samlet marked på 34 mia. kr. Så der er masser af plads til ekspansion. Netcompany har endnu ikke meldt noget ud om størrelsen på det adresserbare marked, som man køber sig til via Intrasoft.

De ydre markedsforhold sandsynliggør, at Netcompany kan opretholde høje årlige vækstrater mange år frem. Det vigtige er at håndtere vækstmulighederne korrekt. Det er desuden særdeles vigtigt at fastholde tilfredse kunder og medarbejdere og få del i nye lukrative opgaver. Det gælder om, at sikre levering 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.

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. Derved sikrer man, at en salgsorganisation ikke lover mere, end man kan holde i opgaveudførelsen. Risikoen for cost-overrun håndteres 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 vækststrejsen. Med tilførsel af over 2.800 nye medarbejdere fra Intrasoft består opgaven i, at sikre bevægelighed over grænserne mellem koncernens nu over 6.000 medarbejdere. Lykkes det, får man løst udfordringen med hele tiden at tiltrække nye medarbejdere, hvilket har været nødvendigt for at opretholde den høje vækst.

Fremadrettet vil det fortsat være vigtigt, at Netcompany formår at fastholde nøglemedarbejderne og at byde ind på de rigtige og profitable projekter, at udføre opgaverne til aftalt pris, tid og kvalitet, at opnå volumen, synergier og krydssalg mellem landene. I så fald er der basis for fortsat meget høje vækstrater i de kommende mange år, da digitaliseringsprocessen først lige er begyndt i mange lande.

Facts om Netcompany

- Netcompany er etableret i 2000 og har hovedkontor i København. Der er kontorer i Aarhus, Aalborg, Oslo, Trondheim, Delft, London, Leeds, Warszawa og Ho Chi Minh City. Kontorerne i Polen og Vietnam er ressource-centre, idet der ikke er salg i disse lande. Netcompany har i 2016, 2017 og 2019 udvidet den geografiske dækning via opkøb i Norge, Storbritannien og Holland.
- Pr. 31-10-2021 har Netcompany købt Intrasoft International S.A. med hovedsæde i Luxembourg. Med købet åbnes der for nye markeder i hele 13 lande med hovedvægt på Grækenland, Spanien og Belgien. Efter dette opkøb udgør Netcompanys marked nu 17 lande. Intrasoft har over 2.800 ansatte (inklusive freelancere), omsatte i 2020 for 197 mio. EUR (1.470 mio. kr.) og opnåede et EBIT-resultat på 13,3 mio. EUR (99 mio. kr.). Intrasoft tilføjer en række nye kompetencer til Netcompany-koncernen, herunder en stærk position med kunder inden for EU-kommissionen.
- Netcompany er en Next Gen IT-serviceleverandør, som arbejder med udvikling, vedligehold og drift af digitale platforme, kernesystemer og brugerflader til private virksomheder (Private) og offentlige kunder (Public).
- Netcompany har leveret samfundskritiske løsninger som borger.dk, sundhed.dk, håndtering af børne- og ungdomsydelser samt sociale pensioner, ATP-udbetalinger, skatteinddrivelsessystem for SKAT, skoleplatformen AULA, COVIDmeter, Smittestop m.m.
- Fordelingen mellem Public (offentlige kunder) og Private (virksomhedskunder) var i Q3 på 58 % / 42 % af omsætningen. 61 % af omsætningen omfattede udviklingsopgaver og 39 % 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" på hele 72 % i tilbudsgivningen i 2020 i den danske del af Public-forretningen vidner om høj indre styrke. Man byder kun, hvis man føler sig ganske sikker på at få den endelige ordre.
- Den gennemsnitlige årlige salgsvækst har været på cirka 20 % organisk igennem mere end 10 år, hvilket også forventes i 2021 med et niveau på 18-20 % - dog hele 27-30 % inklusive købet af Intrasoft. Den geografiske salgfordeling i Q3 var: Danmark 78,9 %, UK 11,8 %, Norge 7,1 % og Holland 2,2 %. Danmark er klart det vigtigste marked.
- 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. 30-09-2021 beskæftigede koncernen gennemsnitligt 3.385 ansatte (2.827 på samme tid sidste år), hvoraf de 3.171 er kundeorienterede. Medarbejdertallet er steget med 19,8 %, hvilket er lidt over den opnåede omsætningsvækst.
- Aktien blev børsnoteret i Large-Cap den 07-06-2018 til kurs 155 og kom i C25 indekset i december 2020.
- Aktionærforhold pr. 30-09-2021: Følgende tre aktionærer ejer over 5 % af aktierne: AC NC Holding ApS (ejet ligeligt af André Rogaczewski og Claus Jørgensen), SMALLCAP World Fund, Capital Research and Management Company og BlackRock (har flaget en ejerandel over 5 % i marts i år). Selskabet ejer 1,9 % af de udestående aktier.

Seneste analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
13-09-2021	810	750-875	875-975
11-05-2021	645	600-675	675-725
04-02-2021	585	550-600	600-650
18-11-2020	510	500-550	550-600

Regnskabstal

mio. kr.	2017	2018	2019	2020	2021E
Omsætning	1416	2053	2454	2839	3.650
Service cost	803	1236	1458	1683	2.300
Overhead cost	211	302	378	410	510
EBITA ordinært	402	514	617	744	840
Særlige poster	-33	-34	-4	-0	-30
Amortisering	-96	-115	-102	-99	-50
EBIT	273	364	511	645	760
Finansposter	-72	-109	-14	-193	-40
EBT	201	256	497	452	720
Skat	-59	-74	-109	-130	-150
Nettoresultat	142	181	389	322	570
Antal ansatte ultimo	1705	2000	2293	2768	6000
Aktiver	3470	3485	3728	4039	5900
Immaterielle poster	2604	2684	2551	2451	2500
Egenkapital	1644	1806	2072	2429	2900
EBITA ordinær %	28,4	25,0	25,2	26,2	23,0
EBT %	14,2	12,5	20,3	15,9	19,7
Egenkap.forrentning %	9,0	10,5	20,0	14,3	21,4
Indtjening pr. aktie	NA	3,65	7,9	6,6	12,0
Udbytte	0	0	0	1,0	1,0
Indre værdi	32,9	36,1	41	49	58

Note: Pr. 31-10-2021 indregnes Intrasoft i estimaterne for 2021.

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 og/eller John Stihøj 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.