

## netcompany

### Konklusionen af denne analyse:

- Udviklingen hos Netcompany er kendetegnet af en særdeles høj vækst på hele 45,3 % i Q3, hvoraf 20,4 % var organisk. Dermed ligger den organiske vækst inden for den udstukne ramme på 20-25 % årligt jf. Børsprospektet fra juni i år. Høj vækst har kendetegnet selskabet siden etableringen i 2001.
- Netcompany står særdeles stærkt inden for leverancer til offentlige myndigheder i Danmark – aftaler der strækker sig over flere år med udvikling, drift og vedligehold. Selskabet har i årevis vist en unik evne til at levere samfundsvigtige systemløsninger i høj kvalitet til aftalt tid til de offentlige myndigheder i Danmark, ligesom kundelisten inden for privatsegmentet rummer en lang række store navne.
- Succesen fra Danmark skal overføres til Norge og Storbritannien (herefter benævnt UK), hvor man i hhv. 2016 og 2017 foretog opkøb. Udfordringen er at sikre Netcompany's standard i de to tilkøbte selskaber (læs: opnå samme høje EBITA-margin som i Danmark). Dette arbejde pågår, og alt følger de lagte planer. I den forbindelse skal det nævnes, at målsætningen er, at integrationen i Norge er klarert omkring primo 2020, mens arbejdet er mere vanskeligt i UK, hvor der fortsat i stort omfang anvendes eksterne konsulenter til at klare løsningen af opgaver. Det er en dyr metode som ikke akkumulerer viden inde i firmaet, hvilket fremgår af en betydelig lavere EBITA-margin i UK. Processen med at få de engelske aktiviteter løftet op på Netcompany niveau estimeres til at tage 5 år fra købstidspunktet i oktober 2017. Det går langsomt den rigtige vej.
- Indtjeningsmarginen i koncernen er høj med et niveau for EBITA på 25,4 % i Q1-3.
- Nettoresultatet er i Q1-3 steget til 112,8 mio. kr. svarende til 7,5 % af omsætningen. Nettoresultatet er steget med 11,7 %, mens salget er vokset med hele 55,2 %. Den primære årsag hertil er, at marginerne i UK er langt under normal standard jf. det ovenfor anførte. Det kommer ikke som nogen overraskelse.
- Baseret på udviklingen hidtil i år og det forventede ordreflow i Q4 forhøjer selskabet sin guidance for årets salg og EBITA-marginen, ligesom den nedre del af det udmeldte interval for årets resultat før skat løftes opad.
- De langsigtede mål er at vokse organisk med 20-25 % årligt til og med 2021 (nuværende tidsramme for hvad der er udmeldt). I samme periode skal EBT-marginen løftes til over 20 %. Det er ambitiøst men opnåeligt.
- Aktiens prisfastsættelse er meget høj set ud fra den nuværende indtjening. Hvis målene for salg og indtjening opfyldes, kan vi opstille følgende estimat for kursudviklingen: Ved en på P/E 20 kan aktien (medio 2021) bære et kursmål på 260-320, ved P/E 25 kan kurspotentialet skønnes til 325-400 og ved P/E 30 er niveauet 390-480. Det er dog vel at mærke først i 2021. Omregnet ved 7 % rente er nutidsværdien heraf 82 % svarende til kurs 213-262, 267-328 hhv. 320-394. Peer group handles generelt til P/E-tal langt over gennemsnit for danske aktier.
- Vores anbefaling løftes til køb henset til ovennævnte udregninger for kurspotentiale. Det skal dog pointeres, at den imponerende vækst i sagens natur indebærer en høj risikoprofil. Storaktionærens nylige salg af en aktiepost på 14,27 % til kurs 220 trækker dog en del risiko ud af aktien.

### Anbefaling:

Aktuel Kurs: 215  
 Børs: Large Cap  
 Markedsværdi: 10.750 mio. kr.  
 Antal aktier: 50 mio. styk  
 Næste regnskab: Årsregnskab den 06-02-2019

Kort sigt: Køb (før: Hold)  
 Langt sigt: Køb (før: Afvent Køb)  
 Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 200 – 250 (før 220-260)  
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 250 – 300 (før 260-300)  
 Tidligere anbefaling: Hold/Afvent køb den 27-08-2018 ved kurs 244



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Opjustering ved Q3 regnskabet. Salgsvækst på 42-44 % (før toppen af intervallet 37-42%). Organisk vækst 24-26 % (før toppen af 20-25% intervallet). EBITA-margin på 25,0-25,5 % (før nedre del af intervallet 24,5-27,5 %). Margin for overskud før skat på 12,5-13,8 % mod før 11-14%, dvs. et overskud før skat på ca. 250-282 mio. kr. (før 213-282 mio. kr.)

De langsigtede finansielle mål for perioden 2019-2021 er uændret en årlig organisk salgsvækst på 20-25 %, en EBITA-margin i de høje 20'ere og en EBT-margin i de lave til medium 20'ere (procent).



Kursudvikling siden IPO den 07-06-2018:

Høj 260 / Lav 180

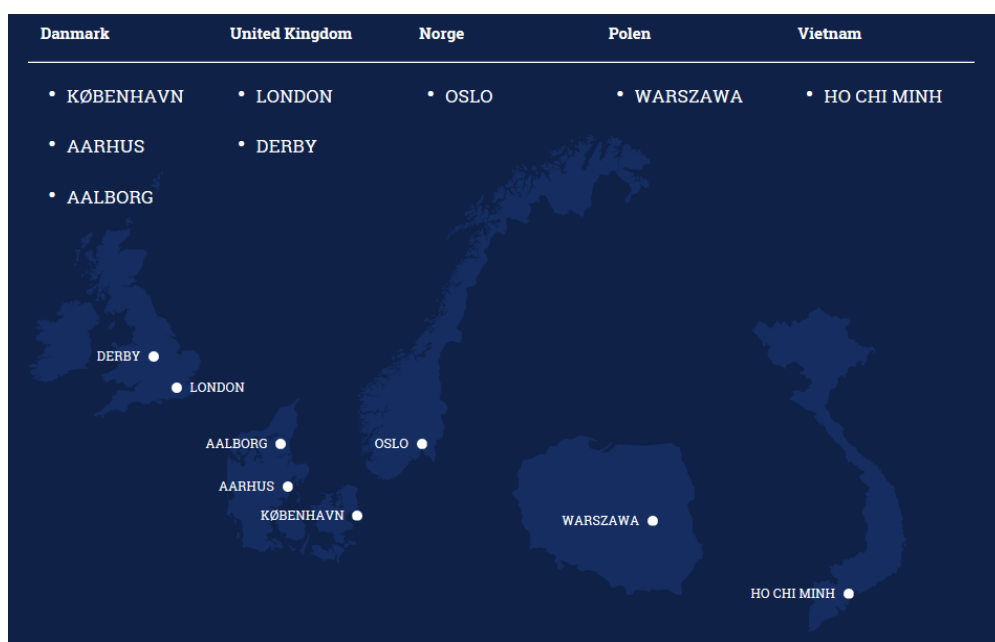
Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

## Facts om Netcompany

Netcompany blev etableret i 2000 af den nuværende CEO André Rogaczewski og COO Claus Jørgensen samt det nuværende bestyrelsesmedlem Carsten Krogh Gomard.

Siden 07-06-2018 har selskabet været børsnoteret i København med placering i Large Cap-segmentet under tickerkoden NETC. Børsnoteringen skete ved salg af 23 mio. eksisterende aktier til en udbudskurs på 155. Selskabet fik ikke selv tilført noget provenu.

Hovedkontoret ligger i København. Der er desuden kontorer i Aarhus, Aalborg, Oslo, London og Derby i England, et kontor i Warszawa i Polen og et i Ho Chi Minh City, Vietnam. Aktiviteterne blev i 2016 og 2017 udvidet via opkøb i hhv. Norge og Storbritannien. Pr. 30-09-2018 beskæftigede koncernen 1.809 fuldtidsansatte (freelancere og eksterne udviklere er medregnet i tallet og omregnet til FTE). Det er en gevaldig stigning fra 1.083 på samme tid sidste år, hvoraf den største del dog skyldes købet i UK. 52 % af arbejdsstyrken er ansat i Danmark. Salget og udførelse af opgaver for kunder foregår i Danmark, Norge, UK, Polen og Vietnam.



Netcompany er en Next Gen it-serviceleverandør, der via innovative samfunds- og forretningskritiske løsninger hjælper kunder med udvikling, vedligehold og drift af digitale platforme, kernesystemer og brugerflader. Hovedsigtet er at hjælpe kunderne til at være rustet til at klare og udnytte 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 generelt et nøgleord.

Der stilles stigende krav til håndtering af Big Data og den igangværende proces med digitalisering m.m. Sikkerhed med et bolværk mod hacking er vigtig for kernekunderne, der består af mellemstore til store virksomheder, organisationer og offentlige myndigheder. 77 % af sidste års (2017) omsætning kom fra kundeforhold, der er mere end tre år gamle. Det vidner om god kundetilfredshed. Her spiller formen i aftalerne dog en rolle, idet offentlige udbud typisk strækker sig over op til 7 år med systemetablering i 1½ år og drift/vedligehold i resten af tiden. Netcompany havde sidste år en imponerende evne til at vinde de offentlige udbud man gik efter, idet hele 87 % af de afgivne tilbud blev vundet. Ledelsen er god til at udvælge de projekter, som man vil kunne løfte på en mere opfindsom måde end andre firmaer, og dermed åbnes der op for at kunne tjene flere penge, ligesom man sparer udgifter på at udarbejde store projektoplæg, som ikke vindes ved udbudsrunder. En høj "hit ratio" er en styrke. Den interne struktur med it-folk i salgsfasen i stedet for sælgere har vist sin styrke.

Danmark er hovedmarkedet med en andel sidste år på 86 %. Tilkøb har dog nu opnået fuld vægt og reducerer Danmark til 75 % i Q3, hvor Norge udgør 8 % og UK 17 %. Offentlige kunder stod sidste år for 52 % af salget – en andel der er vokset fra 41 % for tre år siden. Digitaliseringsprocessen vil formentlig fortsætte mange år frem, men den stigende vægt af salg til offentlige myndigheder øger selskabets afhængighed af disse store og tunge beslutningstagere.

Den gennemsnitlige årlige salgsvækst har været på over 20 % organisk i mere end 10 år. Frem til opkøbene i Norge og UK i hhv. 2016 og 2017 var der udelukkende tale om organisk vækst.

Forretningen er opdelt i Public (offentlige kunder) og Private (virksomhedskunder). Pr. ultimo Q3 var årets omsætningsfordeling 55/45 % for hhv. Public / Private. 46 % af salget kom fra udviklingsopgaver og 54 % fra drifts-/vedligeholdelsesopgaver.

Kundelisten for private er lang og omfatter eksempelvis Vestas, Københavns Lufthavn, TDC, fagforeninger, Novo Nordisk. De tilkøbte datterselskabet i Norge og UK har leveret løsninger til eksempelvis DNB, Norgesgruppen, Rolls-Royce og Airbus.

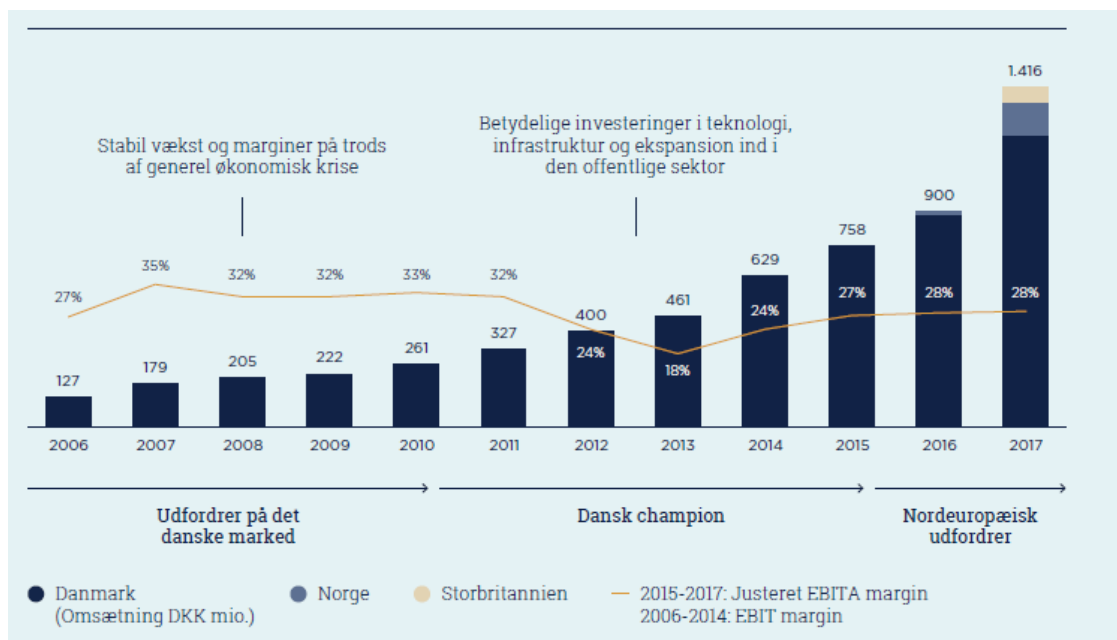
Til offentlige myndigheder i Danmark er der leveret store løsninger som borger.dk, sundhed.dk og centrale løsninger til håndtering af børne- og ungdomsydelser, ATP-udbetalinger m.m. Netcompany udvikler for tiden et nyt restance-inddrivelsessystem for SKAT.

Ledelsesgruppen udgøres af CEO André Rogaczewski (født 1968), COO Claus Jørgensen (født 1967) og CFO Thomas Johansen (født 1970). Bestyrelsen består af 6 personer. Pekka Ala-Pietilä (født 1957) har siden 2017 været formand for bestyrelsen. Næstformand er Thomas Broe-Andersen (født 1972).

Børsnoteringen den 07-06 tildelte aktier til 6.500 nye investorer. Storaktionæren og ledende medarbejdere udbød 20 + 3 mio. ekstra aktier i overallokeringsret ud af selskabets i alt 50 mio. styk udstedte aktier. Børsnoteringen blev en stor succes, idet udbuddet til kurs 155 blev voldsomt overtegnet. Nye investorer købte sig til en ejerandel på 46 %. Det frie flow estimerer vi nu til ca. 60 %.

Den 07-11-2018 solgte storaktionæren FSN Capital 2/3-dele af sin aktiebeholdning til kurs 220 (discount på 7,4 % i forhold til lukkekursen dagen før). Ejerforhold vurderer vi herefter som følger: AC NC Holding ApS (André Rogaczewski og Claus Jørgensen) 10,2 %, FSN Capital 6,2 %, SMALLCAP World Fund 5,3 %, Danske Invest > 5 %, NC NorthCo AB (Gustaf Löfberg – landechef Danmark) 4,6 %, Carsten Gomard Holding ApS 2,6 %, Danica Pension 2,7 %, ledelsesgruppen 13,4 %. FSN Capital er bundet til at beholde restbeholdningen i 90 dage fra 07-11.

## Konstant højt væksttempo i Netcompany fra 2000 frem til i dag



Netcompany startede i 2000'erne som en udfordrer på det danske marked for it-løsninger. Væksttempoet har hele tiden været højt. Ledelsen nævner i Q3-regnskabet, at man har justeret væksten til et niveau, der kan holde på langt sigt. 20-25 % årlig organisk vækst vurderes at være nødvendig for at selskabet og dets ansatte er mest effektive. Det er en vedvarende udfordring at tiltrække nye medarbejdere, idet branchen nu overalt oplever stor udskiftning. Hele 19 % af medarbejderne har i år forladt selskabet, og heraf skyldes 15 % opsigelser fra medarbejdernes side. Fragangen af de øvrige medarbejdere skyldes primært lukning af kontoret i Hanoi. I Q3 har man ansat 308 nye medarbejdere – altså både stor vækst og udskiftning. Normen for rotation i it-branchen er meget høj.

Frem til 2016 var der udelukkende tale om organisk vækst. I 2016 købte Netcompany firmaet Mesan AS i Norge og i oktober 2017 Hunter Macdonald i UK. Intentionen er at overføre succesen fra Danmark til de store markeder i Norge og Storbritannien, så man kan blive den ledende aktør i Nordeuropa. Yderligere geografisk ekspansion med opkøb må forventes, når de to første enheder er fuld integreret.

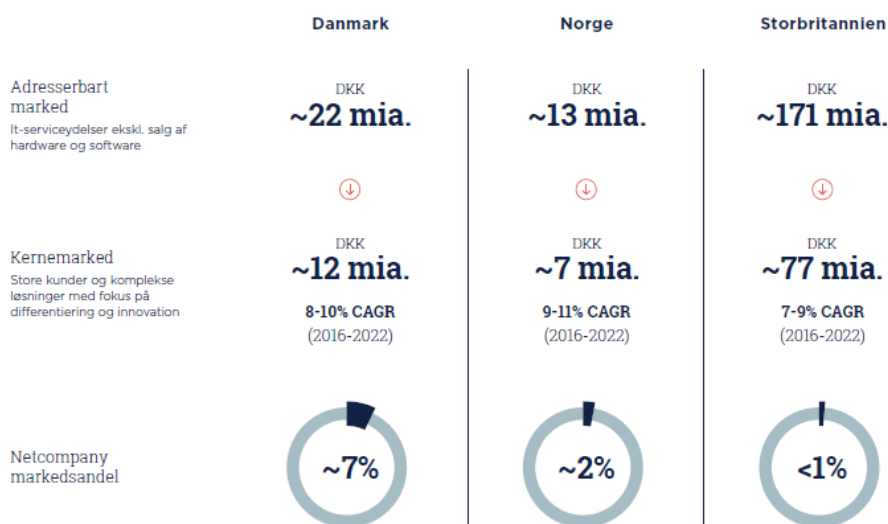
Netcompany har forstået at udføre de ofte store offentlige opgaver, som præger Danmark, der er forrest i digitaliseringsprocessen. Vores land vurderes til at være nr. 1 i dette forløb i Europa. Som velfærdsland stilles der store krav til de offentlige instanser omkring effektive og brugervenlige systemer, herunder et effektivt skattesystem (Statens indtægter) og effektive løsninger til at håndtere goder som børne- og ungdomsydelser, et effektivt skolesystem, pensionsydelser fra ATP og eksempelvis platformen borger.dk, som er den centrale funktion for kommunikation mellem det offentlige og borgerne. Netcompany er i stand til at levere disse samfundskritiske løsninger. Som bekendt har SKAT haft så store problemer med sit første, integrerede skatteinddrivelsessystem, at det helt måtte skrottes, og til at løse denne vigtige opgave med et nyt koncept er Netcompany blevet valgt. Det giver arbejde mange år frem, hvis tingene kommer til at fungere. Danmark er i front i digitaliseringsprocessen – godt hjulpet af Netcompany. Der ligger fortsat mange andre store opgaver, der skal løses for det offentlige i Danmark, ligesom ny lovgivning hele tiden kræver tilpasning af de bestående it-løsninger.

Som frontløber i Danmark med en akkumuleret stor videnbase er det naturligt, at Netcompany satser på Norge som et nyt marked. Norge vurderes at være placeret som nr. 2 i digitaliseringsprocessen i Europa. Trods dette er der fortsat et stort behov for it-løsninger hos de norske kommuner, organisationer og staten. Købet af Mesan AS, Norge, i 2016 forekommer at være velvalgt, da der i dette land er mulighed for at få del i store samfundskritiske it-opgaver. Selskabets "indre-DNA" passer angiveligt godt ind i Netcompany's metoder.

I Storbritannien vokser tech-sektoren i et tempo på 2,6 x BNP (jf. Børsprospektet). Der er derfor tale om et potentielt meget stort marked, der stadig kan udfoldes i omfang. I regnskabet fra Netcompany anføres det, at BREXIT-beslutningen kan sætte yderligere gang i efterspørgslen efter store it-løsninger, men dette store spørgsmål indebærer også usikkerhed for alle i landet.

Netcompany er en vigtig aktør i Danmark inden for løsning af samfundskritiske it-opgaver. Denne styrke plus udvidelsen i Norge og UK gør, at fremtidsudsigterne ser særdeles lovende ud. De høje vækstrater hos Netcompany kan få skeptikere til at mene, at det går alt for godt og ikke kan blive bedre. Ved at henvise til nedenstående oversigt fra IPO-brochuren kan det dog konkluderes, at det godt kan blive bedre. Netcompany vurderer nemlig størrelsen af sit kernemarked til samlet 96 mia. kr. i de tre nuværende lande. Med en markedsandel på ca. 7 % i Danmark, 2 % i Norge og under 1 % i Storbritannien findes der fortsat meget store muligheder for vækst i de næste mange år. Selskabets udvalgte segmenter udgør ca. halvdelen af det totale it-marked. Et kernepunkt er netop højt væksttempo.

## STÆRKT VÆKSTPOTENTIALE I ALLE MARKEDER, HVOR NETCOMPANY LEVERER SINE YDELSER (2016)



Skema fra IPO-brochure forud for børsnoteringen i juni måned 2018

Et selskab med så store vækstambitioner og –muligheder påtager sig selvfølgelig en stor downside risk. Det er derfor afgørende, at ledelsen formår at styre væksttempoet, så tingene ikke løber løbsk. Set i dette perspektiv mener vi, at topchefens kommentar til udviklingen hidtil i år virker tillidsvækkende. André Rogaczewski taler nemlig om, at væksten styres, så man hele tiden er gearret hertil organisatorisk. Specifikt nævnes det, at man har sagt nej til visse opgaver. Man vokser altså ikke for enhver pris.

Vækst hos Netcompany er en mønt med to sider. På den ene side kan væksten blive for høj, men omvendt er man også nødt til at opnå og fastholde en høj vækst, idet man så kan opnå stordriftsfordele, hvilket netop er baggrunden for de to opkøb i Norge og UK. Når der er fuldt styr på integrationen i de to lande, og indtjeningen er bragt op på eller i nærheden af normal Netcompany-standard, kan opkøb i lande som Sverige, Finland og Holland komme på tale. Det forekommer klogt at vælge nært liggende lande som nye markeder for ikke sprede sig for meget geografisk. Da der må påregnes foretaget opkøb vil denne proces udgøre en ekstra udfordring. Da priserne på it-firmaer i øjeblikket er høje, kan det i sig selv gøre det hensigtsmæssigt med en pause før et nyt udspil med et opkøb i mellemstor skala.

Ideen er jo at få kontrol over en velegnet platform i et nyt marked, hvorfra man kan vokse organisk - og netop den egenskab behersker man til fulde. Derfor er der ikke behov for at købe en stor virksomhed, og det reducerer risikoen ved et sådan ekspansivt tiltag.

## Resultaterne hidtil i år, udsigten for Q4 og videre ind i 2019

Væksttempoet er som tidligere nævnt højt. Omsætningen steg således i Q3 med 45,3 %, hvoraf 20,4 % var organisk. For året indtil dato er væksten endda helt oppe på 55,2 %, heraf 29,5 % organisk. Salget er nået op på 1.510 mio. kr. EBITA-indtjeningen følger godt med op og udgjorde 27,8 % af salget i Q3. Det er et løft fra 23,7 % i Q2 i år. For året ligger EBITA-marginalen på 25,4 % (29,5 % i samme kvartal sidste år). Her vægter UK negativt med 3,5 %, hvorfor EBITA-marginalen korrigeret herfor kan udregnes til 28,9 %.

Generelt trækker UK nedad i indtjeningen. Væksten i salget her er ellers meget høj, men indtjeningen er alt for lav. Størstedelen af opgavehåndteringen klares nemlig ved brug af eksterne partnere, og det er en dyr løsning som ikke aflejrer viden inde i organisationen, der kan bruges fremadrettet. Imidlertid er det ikke en ny udfordring. Overskudsgraden (EBITA) har historisk ligget på 8-10 % i UK. Ideen med købet i UK er, at dette land rummer enorme muligheder for vækst i salget, og ledelsen vurderer at det er muligt at bringe indtjeningen betydeligt op i løbet af de næste 4 år, og så vil købet vise sin værdi for Netcompany. Udfordringen er at få det til at lykkes.

En optimeringsproces er igangsat, således at man skifter til fastansatte folk, men brug af freelancere og såkaldte contractors er fortsat høj. Processen forløber planmæssigt, men nogen hurtig løsning er ikke stillet i udsigt. Generelt er mangel på it-kyndige et problem for et selskab som Netcompany, der vokser markant. Nyansatte hentes ofte direkte fra Universiteterne og endda inden afslutning af eksaminer. I UK har man indgået samarbejde med 3 universiteter i London, hvilket også er en strategi, der anvendes i Danmark. Den gennemsnitlige alder på koncernens ansatte var pr. 30-06 på kun 33 år.

Opgjort på sektorer fordelte salget sig med 55 % til offentlige kunder og 45 % til private kunder. Den procentuelle fordeling mellem udviklings- og vedligeholdelsesopgaver var 44/54 %. Generelt klinger væksten lidt af for så vidt angår udviklingsopgaver, da en række projekter i Danmark er gået "live", mens nye opgaver er indledt eller gjort klar til igangsættelse i Q3. Det har medført lidt færre fakturerbare timer og presset marginerne lidt ned. Der er en overvægt af nye opgaver relateret til offentlige kunder, hvorfor ansatte i vedligehold er blevet inddraget i udviklingsarbejdet. Det er også en del af forklaringen på de lidt lavere marginer.

År til dato påvirkes af en række særlige poster. Dels er der voksende udgifter i UK og dels afholdte udgifter til IPO'en, der er fulgt op med en omlægning af dyre lån. Det giver allerede nu - og fremadrettet - store rentebesparelser. Kreditfaciliteten er på 1,5 mia. kr. med en option på yderligere 400 mio. kr. til brug for opkøb. De nye lån er ydet med mere lempelige covenants (vilkår). Overordnet betragtet er regnskabet for Q1-3 godkendt, da de særlige udgifter ikke gentages og UK må forventes at kunne øge marginerne over tid.

Visibiliteten for resten af året er god, og derfor forhøjer man nu sin guidance for salget til en vækst på 42-44 %, heraf organisk 24-26 %. EBITA-marginalen ventes at nå 25,0-25,5 % og overskud før skat skønnes til at blive på 250-282 mio. kr.

For 2019 estimerer ledelsen en organisk vækst på 20-25 % og en EBITA på ca. 26 %.

## Medarbejderne er Netcompany's vigtigste aktiv og "hemmeligheden" bag succesen

Netcompany gør kun brug af Modulus-platformen som et egentligt ejet it-system. Kernen er salg af timer til udvikling og vedligehold (projekter). Man satser benhårdt på at vinde nye interessante ordrer fra såvel offentlige som private kunder. Referencelisten og succesfuld udvikling af store samfundskritiske opgaver giver Netcompany et forspring i udbudsprocessen. Det afgørende punkt er højt kvalificerede medarbejdere. Hos Netcompany er det en vigtig del af processen at få nye folk ind og hurtigt lære dem op i den rette "Netcompany-spirit". Nøglen til succes er nemlig at lade it-folk lede it-fagfolk (en slags mesterlære). Man har ikke en decideret salgsorganisation, og udgiften til salg og marketing holdes nede på blot 9,4 mio. kr. "Sælgerne" består af de it-folk, der skal stå for at gennemføre hele processen fra vurdering af opgaven, beskrivelse af den, udfærdigelse af tilbud og til sidst gennemførelse af opgaven med efterfølgende drift/vedligehold. Ledelsen i Netcompany har anvendt denne strategi fra dag nr. 1 i selskabets historie. Ved at lade fagfolkene stå for hele flow'et er succesformlen ikke at love mere, end man kan holde (realistisk sans i frontlinjen) og risikoen for cost-overrun håndteres dermed på forhånd så godt, som det er muligt. Det lyder simpelt, men det giver god mening – og fungerer i praksis.

Det vigtige er at levere, hvad der loves til rette pris og tid. Det har Netcompany hidtil formået. Undervejs i arbejdet med at løse opgaver kan man internt og hos kunderne følge processen via en transparent løbende opfølgning. Netcompany opererer med delmål. Eventuelle fejl opdages hurtigt både af Netcompany og kunden. Fejl kan altså rettes undervejs – og ikke først når opgaven er overdraget til kunden.

Det interne samarbejde hos Netcompany har virket godt i mange år. Trods stram styring af opgaveforløbet, har Netcompany dog altid en risiko, hvis noget alligevel går galt i processen. Hidtil har det ikke været tilfældet i nævneværdigt omfang, og det er jo i sig selv en bedrift.

Set udefra er det dog mærkeligt, at meget stor en del af medarbejderne roterer. Det er dyrt hele tiden at skulle tiltrække nye folk og lære dem op. Cost prisen for opstart af en ny medarbejder er dog relativt lav. Med en effektiv læringsproces kan nye medarbejdere på meget kort tid og til lav udgift i løbet af måske blot to måneder bidrage positivt til indtjeningen. Men det kræver en stor indsats af alle ansatte konstant at skulle lære nye medarbejdere op.



## Investering i Netcompany

Nye investorer skal vurdere, om risikoen ved investering i Netcompany står mål med afkastmuligheden. Det er også nærliggende at stille sig skeptisk til, at storaktionæren FSN reducerer sin ejerandel, når nu fremtidsudsigterne ser særdeles lovende ud. FSN's ageren er dog "efter bogen". Kapitalfonde går oftest tidligt ind i en investeringscase med et klart mål om at reducere/gå ud af ejerskabet efter en kort årrække. Det var derfor forventeligt, at storaktionæren sælger ud, og vi må forvente et salg af den resterende ejerandel på 6,2 % om 90 dage (mulighed for salg fra den 07-02-2019).

UK udgør en udfordring, men det var kendt både ved købet og er meget detaljeret beskrevet i Børsprospektet. Ideen med købet i UK er, at åbne et nyt og meget stort marked og samtidig at bringe indtjeningen betydeligt op ved skift til fastansatte konsulenter. Men ting tager tid. Det går dog den rigtige vej, selv om UK vil belaste marginerne i de kommende år. Det bliver afgørende, om det lykkes Netcompany fortsat at tiltrække de bedste it-folk og til hvilken pris? Lønningerne skulle jo nødt stige for voldsomt i denne proces. Der er virkelig kamp om at tiltrække de bedste it-folk både i Norge, UK og i Danmark.

Fremadrettet vil Netcompany i Danmark primært sætse på store kunder. Ideelt går man efter opgaver, hvor man kan få gavn af stordrift (genbrug af viden om løsninger fra tidligere udførte opgaver). Det vigtige er at fastholde de nuværende kunder fremover og opnå mersalg til dem. Ud fra selskabets egen vurdering af kernemarkedets størrelse i Danmark, Norge og UK er der basis for at fastholde en meget høj organisk vækst i de kommende år. Aktiviteterne i UK skal bringes op på Netcompany standard med højere marginer, og det er ledelsens største enkeltopgave på kort sigt.

Ledelsen har meldt om ekspansionsplaner rettet mod Sverige, Finland og Holland. Imidlertid er det vigtigt, at man først får bragt tingene på plads i UK inden det næste opkøb foretages. Opkøb rummer mulighed for vækst, men det udgør også en risikofaktor.

Markedet for it-ydelser er kendetegnet af et igangværende skift fra vedligeholdelse af grundsystemer over til mere differentierede og innovative løsninger, der kan skabe merværdi for kunderne. Ved brug af Next Gen-systemer bidrager Netcompany i denne proces, der omfatter digitalisering, skræddersyede applikationer og omstrukturering af forretningsgange ved brug af den nyeste teknologi, herunder Artificial Intelligence. Af Børsprospektet fremgår det, at 10 % af kundernes it-budget i 2016 blev anvendt på de former for services, som Netcompany kan løse. I 2020 vurderer Netcompany, at omkring halvdelen af it-budgetterne vil blive anvendt til forbedring/udbygning af systemer – altså netop de opgaver, hvor Netcompany har sin spidskompetence. Markedet udvides i en retning, der passer selskabet.

Kernemarkedet, som Netcompany leverer løsninger til, har mulighed for at blive udvidet betydeligt i de kommende år, og især i UK findes et stort udekket behov for digitalisering m.m. Set i dette lys forekommer det sandsynligt, at Netcompany vil kunne fastholde en særdeles høj organisk vækst i de næste mange år, og hertil kommer muligheden for tilkøb af virksomheder, der kan åbne adgang til nye lande.

Risikoen består primært i at udvælge og vinde de mest lukrative kundeordrer, at fastholde de ansatte, så den høje kvalitet i arbejdet fastholdes og man ikke må afvise nye ordrer på grund af knaphed på it-folk. Vi løfter anbefalingen til køb på både kort og langt sigt.

## Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

### Styrker:

Veldokumenteret og profitabel forretningsmode med høj organisk vækst. Store og tilfredse kunder med høj betalingsevne. Offentlige kunder har brug for store løsninger, altså langstrakte opgaver. Selskabet sætser bevidst på store virksomhedskunder, hvor kravet til kvaliteten inklusive sikkerhed er større end hensynet til prisen. Gælden er blevet omlagt til lavere rente, og der er øget handlefrihed.

### Svagheder:

Man råder kun i begrænset omfang over egne færdige systemløsninger, så mersalg giver ikke et stort dækningsbidrag. Det stiller krav til konstant at vinde nye ordrer. Mersalg og nye kunder er nødvendigt for at fastholde det høje tempo i væksten. Den gennemførte IPO tilførte ikke selskabet penge, idet hele provenuet tilfaldt de sælgende aktionærer (kapitalfonden, ledelsen og medarbejdere).

### Muligheder:

UK rummer stort upside for salget, og nu har man fået etableret et brohoved til at vokse ud fra. Gode erfaringer fra Danmark skal overføres til Norge og UK og på sigt videre til nye lande, hvor Sverige, Finland og Holland er nævnt af ledelsen – altså store vækstmuligheder. Der akkumuleres hele tiden viden og delsystemer, som kan benyttes i kommende opgaver (modulbaseret fordel).

### Trusler:

Den høje vækst udgør ikke kun en styrke men også en trussel. Den interne styring skal konstant være stram, så man undgår vækst for vækstens skyld og aftaler om håbløse opgaver. En glidning nedad i priser og margin skal forhindres. Løsning af stadig større opgaver for kunder vil indebære større operationelle risici i procesforløbet. En høj vækst flere år frem synes allerede nu at være indregnet i aktiekursen, der dermed er følsom over for eventuelle problemer. Det er vigtigt at kunne fastholde og tiltrække de bedste medarbejdere for at klare sig i konkurrencen.

**Regnskabstal**

mio. kr.	2015	2016	2017	2018E
Omsætning	758	900	1416	2050
Service cost	447	527	803	1240
Overhead cost	104	125	211	290
EBITA ordinært	207	248	402	520
Særlige poster	0	-35	-33	-34
Amortisering	0	-74	-96	-110
EBIT	207	139	273	376
Finansposter	1	-63	-72	-110
EBT	208	76	201	266
Skat	-20	-43	-59	-76
Nettoresultat	188	33	142	190
Antal ansatte ultimo	668	947	1705	2000
Aktiver	516	2860	3470	3600
Immaterielle poster	15	2373	2604	2500
Nettofinansiell stilling	48	-1172	-1102	-1000
Egenkapital	300	1261	1644	1800
EBITA ordinær %	27,4	27,6	28,4	25,4
EBT %	27,4	8,4	14,2	13,0
Egenkap.forrentning %	73,3	2,3	9,0	11,0
Indtjening pr. aktie	NA	NA	NA	3,8
Udbytte	0,0	0,0	0,0	0,0
Indre værdi	6,0	25,2	32,9	36,0
Pr. ansat 1.000 kr.				
Omsætning	1268	1027	1127	1108
Løn	671	537	551	590
EBITA ordinært	346	283	320	281
Gennemsnit ansatte	598	876	1256	1850

NB: Selskabet er etableret i 2018 og har overtaget eksisterende selskaber. Pr. aktie tal kan derfor principielt ikke beregnes bagud.

**Seneste analyser:**

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
27-08-2018	244	Hold	Afvent 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 Svendsen 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.