

Efter en salgsvækst på 16,8 % i første halvår nedpræciseres salgsforventningerne til 20-22 % for i år. Visse offentlige opgaver i Danmark er blevet ramt af en udskudt beslutningsproces henset til Folketingsvalget i Danmark i juni. Opgaver vurderes dog kun at være blevet udskudt.

- Salgsvæksten i Q2 og H1 ligger under normalstandarden på +20 % årligt, hvilket dog i høj grad skyldes udskydelse af beslutninger om visse offentlige udbud til efter Folketingsvalget. Langsigtet er målsætningen fortsat at øge salget årligt med 20-25 %, men altså "kun" med 20-22 % i år.
- Der er fremgang i salget i både i Danmark, Storbritannien og Norge.
- Holland indregnes med virkning fra 13-05-2019, hvor man overtog Q Delft. Salgsbidraget her fra er endnu marginalt, men Holland rummer på sigt et stort potentiale. Landets it-infrastruktur minder meget om Danmarks, og intentionen er at overføre den danske succes til Holland.
- Generelt satses der på at opnå synergier og stordriftsfordel i mellem Danmark, Norge, UK og Holland.
- Netcompany har i årevis haft en EBITA-margin i niveauet +20 %. Da man købte aktiviteter i Norge i 2016 og UK i 2017 var hovedopgaven at bringe EBITA-marginen i disse lande op på Netcompany-standard. Målet i Norge er nået 6 måneder før planlagt. EBITA-marginen i UK er blevet forbedret til ca. 10 % og det går den rigtige vej. Tidsrammen er her 3-4 år, før indtjeningen forventes at nå det ønskede niveau.
- I Danmark har ledelsen trådt blødt på bremsen og sagt nej til visse nye opgaver. Det sker for at fastholde et kontrolleret organisk væksttempo i koncernen på 20-25 %. Dermed gives der plads til ekspansion i de nye lande. Det er vigtigt, at det ikke går for stærkt.
- De fremsatte mål synes opnåelige – ikke bare i perioden til og med 2021. Der er nemlig et meget stort behov for digitalisering i både selskaber og hos offentlige myndigheder. Processen er i fuld gang, og markedet vokser markant. Oparbejdet viden om løsning af store samfundskritiske opgaver i Danmark skal overføres til Holland, Norge og Storbritannien. Især sidstnævnte er bagefter og rummer derfor stort potentiale.
- Baseret på ledelsens Guidance for perioden til og med 2021 er der udsigt til et løft i salget til ca. 3,8 mia. kr. og et resultat pr. aktie på ca. 13 kr. Implicit handler aktien til en P/E2021E på 20. Det er billigt i it-sektoren.
- Der er høj risiko i et selskab med så markant vækst. Dette er ledelsen bevidst om, hvilket ses af beslutningen om at reducere væksttempoet til 20-25 % årligt for at opretholde høj kvalitet i udførelsen af opgaver. Et forsøg på opkøb i Sverige lykkedes ikke, da parterne ikke kunne blive enige om prisen. Dette eksempel viser, at selskabet gerne vil vokse, men ikke for enhver pris. Det kalder vi rettidig omhu.
- Vores anbefaling er langsigtet køb, men risikoprofilen er per definition høj i et selskab med så kraftig vækst.

Anbefaling:

Aktuel Kurs: 260
 Børs: Large Cap
 Markedsværdi: 13.000 mio. kr.
 Antal aktier: 50 mio. styk
 Næste regnskab: Q3 regnskab den 06-11-2019

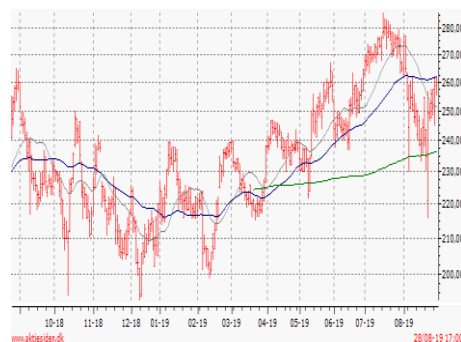
Kort sigt: Hold
 Langt sigt: Køb
 Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 240 – 270 (før 240-260)
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 270 – 310 (før 260-300)
 Tidligere anbefaling: Hold / Køb den 13-05-2019 ved kurs 250



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Netcompany sænker vækstsønnet for årets salg til 20-22 % mod før 20-25 %. EBITA ventes fortsat at nå ca. 26 %. Nedpræciseringen sker som følge af Folketingsvalget i juni måned, hvilket har udskudt afgørelsen omkring nogle af de bud, som selskabet har deltaget i. Ledelsen forventer således, at der er tale om udskydelser

Købet af Q Delft i Holland ventes fortsat at bidrage med 1 % til salgsvæksten i år men samtidig belaste EBITA-marginen med -0,3 %.



Kursudvikling siden IPO den 07-06-2018:

Høj 280 / Lav 194,5

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, COO Claus Jørgensen og Carsten Krogh Gomard, der indtil 20-08-2019 var menigt medlem af bestyrelsen.
- Hovedkontoret ligger i København. Der er desuden kontorer i Aarhus, Aalborg, Oslo, London, Derby, Leeds, Warszawa, Ho Chi Minh City, Vietnam samt pr. 13-05-2019 også i Delft i Holland. Kontorerne i Polen og Vietnam betegnes som ressource-centre, idet der ikke pågår salg i disse lande. Aktiviteterne blev i 2016 og 2017 udvidet via opkøb i hhv. Norge og Storbritannien. I maj købte Netcompany Q Delft i Holland, hvorved et nyt marked er blevet åbnet.
- 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 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 med udførelse af opgaver til aftalt pris og tid samt i høj kvalitet.
- Forretningen er opdelt i Public (offentlige kunder) og Private (virksomhedskunder). I H1 2019 var omsætningens fordeling 58/42 % for hhv. Public / Private. 52 % af salget kom fra udviklingsopgaver og 48 % fra drifts-/vedligeholdelsesopgaver. Aftaler med Public-kunder har ofte 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. Det ses af det faktum, at man vandt hele 58 % af de tilbud, som man sidste år deltog i. Netcompany er selektiv og ønsker primært opgaver, som man kan løfte på en mere opfindsom måde end andre firmaer. 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 udtryk for indre styrke.
- Kundelisten for private er lang og omfatter eksempelvis Vestas, Københavns Lufthavne, 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 et nyt restanceinddrivelsessystem for SKAT, borger.dk, sundhed.dk og centrale løsninger til håndtering af børne- og ungdomsydelser, ATP-udbetalinger m.m.
- Danmark er hovedmarkedet med en andel af salget i H1 på 73,7 % efterfulgt af UK på 17,0 %, Norge på 8,7 %, mens Holland, der først indregnes med virkning fra 13-05-2019, bidrog marginalt til koncernsalget. Salgsfremgangen opgjort i konstante valutakurser for Q2 var i Danmark på 16,7 %, i UK 17,3 % og i Norge 14,1 %.
- Den gennemsnitlige årlige salgsvækst har været på over 20 % organisk igennem mere end 10 år. Frem til opkøbene i Norge og UK i hhv. 2016 og 2017 (og nu også Holland) var der udelukkende tale om organisk vækst og en koncentreret indsats på det danske marked. Salgsvæksten har i H1 været på 16,8 % inklusiv et bidrag på 0,7 % fra Holland.
- Ledelsesgruppen udgøres af CEO André Rogaczewski (født 1968), COO Claus Jørgensen (født 1967) og CFO Thomas Johansen (født 1970). På en ekstraordinær generalforsamling den 20-08-2019 blev Bo Rygaard (født 1965) valgt som ny formand for bestyrelsen. Han har tidligere været menigt medlem. Carsten Krogh Gomard, der var med til at stifte Netcompany, udtrådte samme dag fra bestyrelsen, mens hollænderen Robbert Kuppens blev valgt som nyt medlem. Pernille Fabricius (født 1966) har siden 13-03-2019 været næstformand.
- Pr. 30-06-2019 beskæftigede koncernen gennemsnitlig 2.259 fuldtidsansatte (freelancere og eksterne udviklere er medregnet i tallet og omregnet til fuldtidsansatte). Det er en udvidelse fra 1.826 på samme tidspunkt året før. Holland indgår med 47 ansatte. Personalets organisatoriske fordeling er: Danmark 1.185, UK 331 (heraf er 210 contractors), Polen 251, Norge 170, Vietnam 87, administration 150 og Freelancers 38 (nedbragt fra 64 ultimo Q2 2018 og 44 ultimo 2018).
- Siden 07-06-2018 har Netcompany været børsnoteret i Large Cap-segmentet med tickerkoden NETC. Børsnoteringen fandt sted ved salg af 23 mio. eksisterende aktier til en udbudskurs på 155. Selskabet fik ikke selv tilført noget provenu.
- Pr. 31-12-2018 havde selskabet over 4.200 aktionærer, hvilket er en nedgang fra 6.500 ved børsnoteringen, hvilket er normalt. Ca. 59 % af aktierne ejedes af udenlandske investorer. Danske og udenlandske institutionelle investorer ejerandel lå på 33 %. Ansatte og ledelsesgruppen ejede ca. 20 %. Pr. 20-02-2019 har FSN Capital nedbragt sin ejerandel til nul.

God start på året men med lavere vækst end ventet og en tilpasning af Guidance for 2019

I de sidste ti år har Netcompany udmærket sig med vækstrater på +35 %. Indtil opkøb i Norge og Storbritannien i hhv. 2016 og 2017 var væksten udelukkende organisk. Ledelsen tog sidste år en strategisk beslutning om reducere de årlige vækstrater til 20-25 %. Dette skønnes at være et holdbart niveau, hvor organisationen fortsat kan levere i ønsket kvalitet, til rette pris og tid.

Væksten i første halvår og Q2 ligger med 16,8 % hhv. 18 % og dermed under det ønskede niveau, hvilket skyldes ekstraordinære forhold. Folketingsvalget i Danmark i juni har ført til en tidsforskydning, idet afgørelsen af en række senfase bud og projekter er blevet forsinket. Ledelsen forventer dog, at der udelukkende er tale om udsættelse af disse afgørelser, der alt andet lige vil føre til efterfølgende mere travlhed (altså en udskydelse).

I første halvår har der været en forskydning mod stigende aktivitet omkring udvikling og med offentlige kunder som ordregivere. Fordelingen af salget mellem Public og Private var på 58/42 % mod 54/46% i samme kvartal året før. Udviklingsopgavernes andel af det samlede salg er vokset til 52 % fra 43 % i samme kvartal sidste år, mens service og vedligehold er faldet fra 57 % af salget i H1 2018 til 48 %. Der vil dog altid være forskydninger fra kvartal til kvartal.

Det justerede EBITA-resultat er i årets første seks måneder steget til 273,3 mio. kr. svarende til en margin på 23,0 %. Da Netcompany købte op i Norge og Storbritannien var målet at bringe indtjeningen i de købte selskaber op på Netcompany-standard, der ligger i niveauet +20,0 %. Den største udfordring i denne transformation er Storbritannien, der indtil overtagelsen i høj grad gjorde brug af eksterne contractors. Det er en dyr løsning, der heller ikke aflejrer viden inde i selskabet. Det samme gælder brugen af Freelancere, hvor man på koncernniveau har nedbragt antallet heraf betydeligt. Historisk har overskudsgraden i UK ligget på 8-10 %, så der er langt op til Netcompany-standard. Processen vurderes at tage 3-4 år. Imidlertid går det den rigtige vej, da overskudsgraden i UK er steget fra 4,2 % for et år siden til nu 10,0 %. Målet for Norge skal nås inden udgangen af 2019, og må egentlig anses at være på plads, da EBITA-marginen i Norge er steget fra 23,3 % for et år siden til nu 25,6 %.

Pr. 13-05-2019 købte man Q Delft i Holland, hvorved et nyt marked åbnes. Holland bidrog negativt til EBITA i tallene for H1, så nu udestår opgaven med at bringe indtjeningen op her. Det bør dog være muligt i løbet af et par år (Aktieinfos skøn).

Det frie cash flow og cash conversion raten udvikler sig fremdeles flot, og på bundlinjen aflejreres 160,4 mio. kr. – op fra 34,6 mio. kr. i samme periode sidste år. Indtjening pr. aktie er derfor steget fra 0,7 til 3,27 kr. Nettooverskuddet er ikke direkte sammenligneligt, idet der i sidste års tal var en ekstraordinær udgift på 34,9 mio. kr. til indfrielse af dyr gæld (låneswaps). Omlægningen af gælden har medført betydeligt lavere renteudgifter. Netcompany har en kreditfacilitet på 1.500 mio. kr., hvoraf der aktuelt er trukket 1.190 mio. kr. Dertil kommer en trækingsret på 400 mio. kr. øremærket til opkøb.

Netcompany opgør omsætningens visibilitet på en 12 måneders rullende basis. Visibiliteten er størst i Public-segmentet, der er præget af mangeårige aftaler (op til 7 år). Aftaler i Private har derimod en tidshorisont på 12-18 måneder. Pr. 30-06 oplyses visibiliteten til 2.105,5 mio. kr., hvoraf 509,2 mio.kr. er kontraktligt sikret, mens der er afgivet bud på ordrer, der forventes vundet, i størrelsen 405,5 mio. kr. Dertil kommer en realiseret omsætning i årets første 6 måneder på 1.190,8 mio. kr. Visibiliteten er på 1.187,3 mio. kr. for Public og 918,2 mio. kr. for Private.

Ledelsen sænker på baggrund af den nuværende visibilitet prognosen for i år til en salgsvækst på 20-22 %, men fastholder målet om en EBITA-margin på ca. 26 %.

Samlet konkluderer vi, at regnskabet trods nedjusteringen af salgsvæksten, er tilfredsstillende, og processen med at øge indtjeningen især i UK forløber planmæssigt. Norge synes at være bragt på plads.

Aktiviteterne er udvidet til at omfatte Holland

Netcompany har en målsætning om at være en nordeuropæisk leder inden for forretningskritisk it-udvikling og relaterede konsulent tjenester. De første skridt på denne rejse blev taget i 2016 med opkøb i Norge efterfulgt af opkøb i UK i 2017. Ved børsnoteringen havde selskabet udvalgt Holland, Sverige og Finland som de næste lande i denne ekspansionsproces. Det første forsøg på køb i Sverige glippede, da parterne ikke kunne enes om prisen. Selvom vi gerne ser selskabet udvide i Sverige, så er det betryggende at vide, at det ikke sker for enhver pris. Nye forsøg med andre købssemner må forventes. Pr. 13-05-2019 åbnedes derimod det hollandske marked ved køb af Q Delft. Selskabets fokus er på levering af komplekse og forretningskritiske løsninger til den offentlige sektor i Holland, hvorfor det synes at være et perfect match. Det hollandske marked anses for i høj grad at ligne det danske, hvor man i årevis har haft og har stor succes. Salgspotentialet vurderes af Netcompany til at kunne blive langt større end i Danmark.

I lighed med købene i Norge og UK er Q Delft også præget af betydeligt lavere overskudsgrader, end Netcompany selv genererer. Med Netcompany som ejer skal aktiviteterne i Q Delft bringes op på Netcompany standard rent indtjeningsmæssigt. Stordriftsfordele og synergier skal accelerere salget i Holland. Det er alt for tidligt at konkludere noget om udviklingen i Holland, da aktiviteterne kun er med i 1½ måned af halvårsregnskabet 6 måneder. Imidlertid kan vi på baggrund af halvårsregnskabet konkludere, at det på meget kort tid er lykkedes at videreudvikle Norge, hvor indtjeningsmarginalen har nået det fastsatte mål. UK tager længere tid (3-4 år), men det går den rigtige vej. Netcompany vil med stor sandsynlighed også kunne bringe marginerne op i Holland, da man har erhvervet stor viden om optimering via processerne i Norge og UK.

Købet af Q Delft sker på favorable vilkår, idet størstedelen af købsprisen 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.

Er vækstrater på 20-25 % muligt på langt sigt?

Selvom Netcompany i årevis har leveret særdeles høje vækstrater, er det i Børsprospektet fra juni sidste år oplyst, at man på daværende tidspunkt havde en markedsandel på ca. 10 % i Danmark, 2 % i Norge og en marginal andel af det britiske marked. De opnåede kompetencer fra salg til kunder i Danmark skal fremadrettet "eksporteres" til Norge, Storbritannien og nu også Holland. Markederne er langt fra mættede. Forretningen vil desuden formentlig blive udvidet til også at omfatte Sverige og Finland.

En flot referenceliste med store kunder som Vestas, Novo Nordisk, fagforeninger, SKAT, ATP, borger.dk, DNB, Norgesgruppen, Rolls-Royce og Airbus borger for kvalitet. Man har udført kritiske infrastrukturopgaver for store danske virksomheder og mange offentlige instanser. De gode referencer med oparbejdet know-how skal danne basis for vækst også i Norge, UK og Holland. Som det fremgår nedenfor er der store udækkede behov for digitalisering i både Norge og UK. I årsregnskabet anførte Netcompany, at BREXIT næppe får nogen negativ påvirkning – ja, det kan måske endda sætte yderligere gang i efterspørgslen på store it-løsninger i landet.

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



Hidtil har Netcompany formået at levere store it-opgaver til kunderne til aftalt pris, til rette tid og i den aftalte kvalitet. Det har altid været essentielt for Netcompany at levere til kundernes fulde tilfredshed, og en fortsættelse heraf er særdeles vigtig. Netcompany anvender interne systemer til at overvåge opgaveudførelsen. Undervejs i arbejdet med at løse opgaver kan man internt og hos kunden følge processen via en transparent løbende opfølgning. Netcompany opererer også med delmål, hvorved eventuelle fejl hurtigt opdages enten af Netcompany eller kunden. Fejl kan altså lettere rettes undervejs – og ikke først når opgaven er overdraget til kunden. Det er vigtigt. Fejl er ekstremt dyre at rette og giver badwill.

Medarbejderne er selskabets vigtigste aktiv. Det er derfor afgørende som vækstvirksomhed konstant at kunne tiltrække de rette kandidater. Kampen om medarbejderne er dog høj i it-branchen, og udskiftningen blandt personalet er ualmindeligt højt (set i forhold til andre brancher). På et år har man netto fået over 400 nye medarbejdere (tallet dækker over en fragang på ca. 20 %, så reelt er der kommet langt flere nye medarbejdere end 400). Lukning af kontoret i Hanoi forklarer en del af fragangen, mens Holland bidrager til statistikken med "nye medarbejdere". Det går stærkt hos Netcompany.

Det er en vigtig del af processen at få nye folk ind og hurtigt lære dem op i den rette "Netcompany-spirit". Derfor allokeres der store ressourcer til oplæring af nye medarbejdere og på at sikre ensartet træning af alle nye folk. Det øger nemlig fleksibiliteten, hvorved medarbejdere kan flyttes fra Public til Private og modsat (og fra land til land), såfremt der et sted opstår knaphed på personaleressourcer.

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 loves, til aftalt pris og inden for en på forhånd defineret tidsramme.

Netcompany er en god langsigtet placeringsmulighed

Baseret på de aktuelle finansielle præstationer er aktien dyr. Imidlertid prisfastsættes en aktie ud fra forventninger til fremtiden. Disse forventninger kan så i sidste ende vise sig at være for konservative eller ambitiøse. Netcompany har et mål om at løfte salget med 20-25 % årligt til og med 2021, hvor EBITA-marginen desuden skal bringes op i de høje 20'ere og sikre en EBT-margin i de lave til medium 20'ere (procent). Det er nogle ambitiøse mål, der dog set ud fra historikken i selskabet bør være opnåelige.

Strategien er lagt. Succes opnået i Danmark skal "eksporteres" til Norge, UK og Holland, og formentlig videre til Sverige og Finland, når de rette opkøbsmål viser sig i de to sidstnævnte lande. Der kan opnås betydelige synergieffekter og krydssalg mellem landene.

For at opnå målene er det dog vigtigt, at det underliggende marked er til stede, og at man fortsat formår at levere færdige løsninger i rette tid, til aftalt pris og kvalitet. Det kræver de rette medarbejdere, og på dette punkt er der knaphed. Markedet er til stede, jf. det tidligere viste skema.

Netcompany opererer inden for "New World IT", der er i hastig fremdrift. Her er der tale om udvikling af nye projekter til kunderne baseret på den nyeste viden med løsninger, der kan give kunderne merværdi. "Old World IT" drejer sig derimod om "reparation" af eksisterende systemer. Markedet for it-ydelser er netop kendetegnet af et oprud med skift fra vedligeholdelse af grundsystemer over til nye og mere differentierede, innovative løsninger. Ved brug af Next Gen-systemer bidrager Netcompany til denne proces, der omfatter digitalisering, skræddersyede applikationer og omstrukturering af forretningsgange ved brug af den nyeste teknologi, herunder Artificial Intelligence, Blockchain m.m. 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 disse it-budgetter vil blive anvendt til forbedring/udbygning af systemer – altså netop opgaver, hvor Netcompany har sin spidskompetence. Markedet udvider sig i en retning, der passer til selskabets kapacitet som it-udbyder.

Den høje vækst skal styres, så den hastigt voksende koncern ikke løber løbsk. Ledelsen vurderer, at en vækst i niveauet 20-25 % årligt er det optimale i alle lag ned igennem koncernen. Det vigtige punkt er nemlig, at man konstant formår at levere værdiskabende løsninger til kunderne til aftalt tid, pris og i rette kvalitet. Og det er kun muligt ved at sikre en korrekt uddannelse og indfasning af de mange nye medarbejdere og ikke at "tage munden for fuld".

Krydssalg mellem landene og synergier fra medarbejdernes side indgår også som en del af masterplanen om at opnå høj vækst i salget og at kunne fastholde medarbejderne.

Forudsat at Netcompany leverer i henhold til strategien foreløbigt frem til og med 2021 kan vi estimere et salg i niveauet 3,8 mia. kr. og et resultat pr. aktie på ca. 13 kr. Implicit handler aktien for nærværende til en P/E 2021E (260/13) på 20. Det er billigt, og derfor fastholder vi langsigtet køb på aktien. Det skal dog pointeres, at der medfølger en høj risiko for et selskab, der satser på så markant vækst år efter år. En afsporing i forhold til lagte planer vil ramme aktiekursen hårdt.

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 selve prisen. Gælden er blevet omlagt til lavere rente og med forbedrede vilkår (covenants). Kreditfaciliteten er på 1,5 mia. kr. plus en trækingsret på 400 mio. kr. til brug ved nye 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 er afgørende 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: Norge, Storbritannien og Holland rummer stor upside for salgsvækst. Gode erfaringer fra Danmark kan 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 (fordele ved brug af moduler). Markedet for digitalisering og løsning af store samfundsmæssige it-opgaver ventes at vokse kraftigt mange år frem.

Trusler: Høj 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 ordrer på besværlige opgaver. En glidning nedad i priser og margin skal forhindres. Løsning af stadig større opgaver for kunder vil indebære operationelle risici. Aktien er følsom for negativ afvigelse. 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

	2015	2016	2017	2018	2019E
mio. kr.					
Omsætning	758	900	1416	2053	2475
Service cost	447	527	803	1236	1500
Overhead cost	104	125	211	302	375
EBITA ordinært	207	248	402	514	600
Særlige poster	0	-35	-33	-34	0
Amortisering	0	-74	-96	-115	100
EBIT	207	139	273	364	500
Finansposter	1	-63	-72	-109	-30
EBT	208	76	201	256	470
Skat	-20	-43	-59	-74	-100
Nettoresultat	188	33	142	181	370
Antal ansatte ultimo	668	947	1705	2000	2400
Aktiver	516	2860	3470	3485	3700
Immaterielle poster	15	2373	2604	2484	2600
Nettofinansiel stilling	48	-1172	-1102	-1081	-700
Egenkapital	300	1261	1644	1806	2100
EBITA ordinær %	27,4	27,6	28,4	25,0	24,2
EBT %	27,4	8,4	14,2	12,5	19,0
Egenkap.forrentning %	73,3	2,3	9	10,5	18,9
Indtjening pr. aktie	NA	NA	NA	3,65	7,40
Udbytte	0	0	0	0	2,0
Indre værdi	6	25,2	32,9	36,1	42,0

Pr. ansat 1.000 kr.

Omsætning	1268	1027	1127	1103	1100
Løn	671	537	551	517	630
EBITA ordinært	346	283	320	276	270
Gennemsnit ansatte	598	876	1256	1861	2250

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
13-05-2019	250	Hold	Køb
18-02-2019	214	Køb	Køb
14-11-2018	215	Køb	Køb
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 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.