

Opbremssning i væksttempoet. Indtjeningen udvikler sig udmærket. Guidance for 2019 reduceres en anelse. Ledelsen har fremlagt et foreløbigt skøn for 2020, hvor der forventes en organisk salgsvækst på ca. 20 % og EBITA-margin på ca. 26 %.

- Lavere salgsvækst er fortsat i Q3. Derfor tilpasser ledelsen for anden gang i år prognosen nedad. Nu ventes en organisk salgsvækst på 18,25 % (før 20-22 %), hvortil kommer en vækst fra de tilkøbte aktiviteter i Holland på 1,75 % (før 0,75-1,5 %). Inklusiv Holland ventes derfor en salgsvækst på 20 %. Forventningerne til den organiske EBITA-margin fastholdes på ca. 26 %.
- Aktiviteterne i Danmark er udsat for længere svartider fra Public-sektoren, hvilket forklares med Folketingsvalget i juni i år i Danmark. I Norge er der blevet ansat mange nye folk, hvilket kræver et stort arbejde med oplæring. Derfor falder andelen af fakturerbare timer i Norge. Til gengæld udmærker indtjeningen i UK sig – det går den rette vej med at løfte marginerne i UK op.
- Holland indregnes med virkning fra 13-05-2019, hvor man overtog Q Delft. Holland bidrager med 2,3 % til omsætningen, men udgifter til integration trækker indtjeningen ned. På sigt er målet i lighed med i Norge og UK at bringe marginerne i Holland op på Netcompany-standard.
- Opkøb i Norge i 2016, i UK i 2017 og i år i Holland ventes på sigt at give en række positive synergier samt mulighed for krydssalg mellem landene. Alle tre opkøb virker meget velovervejede. Måden købsprisen i Holland er sammensat på, giver den lokale ledelse et stort incitament til hurtigst muligt at bringe marginerne op.
- Selvom væksttempoet er bremset lidt op, så er vækstrater på ca. 20 % flotte. Der er fortsat et meget stort behov for digitalisering i både selskaber og hos offentlige myndigheder i Danmark, Norge, UK og Holland. Oparbejdet viden om løsning af store samfundskritiske opgaver i Danmark skal overføres til de andre lande og rummer derfor potentiale for salg og indtjening.
- Vi har tidligere i vore beregninger for prisfastsættelsen af aktien estimeret en vækst på over 20 %. Baseret på ledelsens udmelding for 2019 og 2020 reducerer vi det estimerede årlige væksttempo til 20 % i år, 2020 og 2021 (=ledelsens Guidance for 2019 og 2020). Det vil svare til et salg på 3,5 mia. kr. i 2021 (før 3,8 mia. kr. i vores estimat). Vi estimerer en EBIT-margin på 22 %, hvorved EPS kan udregnes til 11,2 i 2021. Implicit handler aktien for nærværende til en P/E 2021E (287/11,2) på 25,6. Henset til vore reducerede estimater fastholder vi hold på kort sigt men sænker fra køb til hold på langt sigt. Det skal nemlig 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.

Anbefaling:

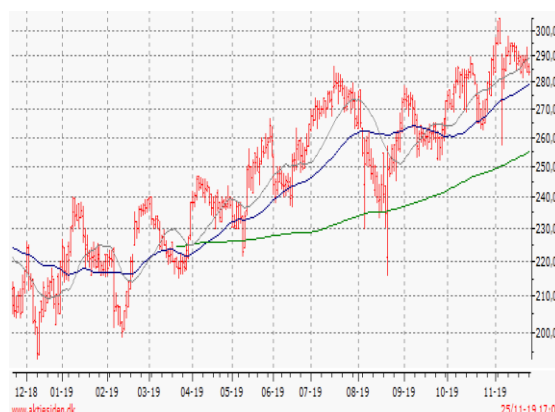
Aktuel Kurs: 287
 Børs: Large Cap
 Markedsværdi: 14.350 mio. kr.
 Antal aktier: 50 mio. styk
 Næste regnskab: Årsregnskab den 06-02-2020

Kort sigt: Hold (uændret)
 Langt sigt: Hold (før køb)
 Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 270 – 300 (før 240-270)
 Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 270 – 310 (uændret)
 Tidligere anbefaling: Hold / Køb den 29-08-2019 ved kurs 260



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Netcompany nedjusterer og venter en organisk salgsvækst på 18,25% mod før 20-22%. Inklusiv opkøbet i Holland ventes en vækst på 20% mod før 20,75-23,25%. EBITA ventes fortsat at nå ca. 26%. Nedpræciseringen sker som følge af udskudte ordrer afledt af Folketingsvalget i Danmark i juni måned, færre fakturerbare timer i Norge og omlægning fra contractors i UK til fastansatte. Købet i Holland ventes at bidrage med +1,75% (før 0,75-1,5%) til salgsvæksten men samtidig belaste EBITA-marginen med -0,6% (før -0,3%).



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 300 / 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 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 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 årets første tre kvartaler var omsætningens fordeling 59/41 % for hhv. Public / Private. 52 % af salget omfattede udviklingsopgaver og 48 % drifts-/vedligeholdelse. 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 Q3 på 73,5 % efterfulgt af UK på 16,3 %, Norge på 7,9 % og Holland med 2,3 %. Salgsfremgangen opgjort i konstante valutakurser for Q3 var i Danmark 19,4 %, i UK 16,7 % og i Norge 14,9 %.
- 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. Salgsvæksten har i Q1-3 været på 18,1 %, heraf 16,7 % organisk.
- 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. 30-09-2019 beskæftigede koncernen gennemsnitlig 2.345 fuldtidsansatte (freelancere og eksterne udviklere er medregnet i tallet og omregnet til fuldtidsansatte). Det er en udvidelse fra 1.866 på samme tidspunkt året før. Personalets organisatoriske fordeling er: Danmark 1.174, UK 329 (heraf er 206 contractors), Polen 241, Norge 177, Vietnam 89, Holland 43, administration 150 og Freelancers 32 (nedbragt fra 63 ultimo Q3 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. Selskabet har den 06-11-2019 indgået en market maker aftale med Danske Bank.
- 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.

Guidance for 2019 tilpasses for anden gang i år, men aktiviteten er fortsat høj hos Netcompany

Indtil Netcompany i 2016 og 2017 foretog opkøb i Norge og Storbritannien var væksttempoet i den danske forretning imponerende høj med +35 % årligt. Indtjeningen var desuden høj. Opkøbene nu også med Holland i år har dog medført et lavere væksttempo, der både skyldes udefrakommende begivenheder, men i særdeleshed ledelsens beslutning om at sigte mod årlige vækstrater på 20-25 %. Ledelsen anser dette for at være det optimale, så den voksende organisation kan følge med og levere i høj kvalitet til rette pris og tid. Man har altså bevidst trådt lidt på bremsen.

Set i relation til de historisk høje vækstrater er det let skuffende, at salget "kun" steg 18 % organisk i Q3, men inklusiv opkøbet i Holland med 20,8 %. Opgjort for årets første tre kvartaler var salgsvæksten på 16,7 % organisk, og 18,1, % inklusiv Holland. Det lavere end ventede væksttempo forklarer selskabet med, at Folketingsvalget i Danmark i juni i år har udskudt igangsættelsen af visse offentlige opgaver. Det var allerede tilfældet ved halvåret, hvor Netcompany dengang forventede afklaring i Q3. Det er dog endnu ikke sket. Indtil videre er vurderingen dog, at der kun er tale om en tidsmæssig forskydning, og at ordrene før eller siden kommer i hus. De danske aktiviteter har desuden været præget af udfærdigelse af uhørt mange tilbud, hvilket er en tidskrævende og dyr proces. Afkastet af denne investering kommer først, hvis/når man vinder tilbudsrunder. Både i Danmark og Norge ligger væksten lavere end forventet, og da man samtidig har ansat medarbejdere til at løse opgaver relateret til en højere vækst medfører dette, at kapacitetsudnyttelsen hos medarbejderne har været for lav, hvilket har belastet indtjeningen. I Norge er situationen blevet forstærket af, at mange nyuddannede it-folk er startet på samme tid, hvilket har krævet store interne ressourcer til oplæring. Desuden har man ikke opnået den ventede konvertering af pipeline til reelle ordrer. Disse forhold i Danmark og Norge estimeres at have reduceret væksten med 5 %.

I Storbritannien har udfordringen i de senere år været en for høj brug af såkaldte contractors. Denne metode er relativt for dyr, ligesom opnået viden ikke fastholdes i virksomheden. En måde til at bringe indtjeningen i UK op er derfor at fastansætte folk og gøre mindre brug af contractors. Denne strategi har reduceret væksttempoet i UK, men strategien virker på indtjeningen, der i Q3 er forbedret markant. Det er en klar del af den langsigtede strategi, at marginerne i UK i løbet af 3-4 år skal bringes op på Netcompany-standard. Historisk har overskudsgraden i UK ligget på 8-10 %, og nu med en klar tendens til forbedring med et niveau i Q3 på 8,8 % mod 3,0 % i samme periode sidste år.

I årets tre første kvartaler 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 59/41 % mod 55/45% i Q1-3 året før. Udviklingsopgavernes andel af det samlede salg er vokset til 52 % fra 46 % i Q1-3 sidste år, mens service og vedligehold er faldet fra 54 % af salget i Q1-3 sidste år til 48 %. EBITA var på samme niveau i Public og Private, hvilket implicit viser, at man i år har haft højere marginer i Private end i Public. Der vil dog altid være forskydninger fra kvartal til kvartal.

Indtjeningsmæssigt kan man glæde sig over, at bruttomarginen i Q1-3 er fastholdt på 39,9 %, at det frie cash flow er steget til 318,9 mio. kr. og at cash conversion raten ligger på imponerende 98,9 % (endda 103,1 % i Q3). Omkring bruttomarginalen skal det nævnes, at man i Q3 har indtægtsført 10 mio. kr. fra en hensættelsespulje øremærket uforudsete udgifter til store projekter. I Q3 har Netcompany med succes overleveret fire ud af syv store implementeringsopgaver til kunderne, hvilket reducerer risikoen i porteføljen. Denne regnskabsmæssige ændring påvirker bruttomarginen med + 1,3 %.

Mens Holland i Q3 har bidraget til at øge salget i koncernen, belaster dette køb indtjeningen. Lavere udnyttelse af medarbejderne i Danmark og Norge samt integrationsudgifter i Holland har reduceret EBITA-marginen, der derfor faldt fra 25,4 % til 24,5 %. EBIT-marginen er derimod forbedret fra 17,4 % i samme periode sidste år til nu 20,0 %. Nettoresultatet er forbedret fra 112,8 mio. kr. til 262,9 mio. kr.

Hovedpointerne i Q1-3 regnskabet er for os at se, at Danmark er ramt af midlertidig modgang. Der meldes om stor aktivitet med at udfærdige tilbud, ligesom pipelinen udvikler sig godt, men dog med tidsmæssige forskydninger. I UK forløber arbejdet planmæssigt med at bringe overskudsgraden op. For aktiviteterne i Norge kan vi konkludere, at der er brug for nye opgaver, så de mange nyansatte hurtigt kan komme i gang med at tjene penge til koncernen. Det er for tidligt at konkludere noget omkring Holland, der først blev overtaget i maj måned. Holland bidrager indtil videre negativt til koncernens marginer, men det er jo netop en vigtig del af strategien at foretage opkøb og siden trimme og bringe marginerne op. Holland bidrager med 2,3 % af koncernsalget.

Netcompany har en kreditfacilitet på 1.500 mio. kr., hvoraf der aktuelt er trukket 1.115 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. 30-09 oplyses visibiliteten til 2.387,4 mio. kr., hvoraf 398,4 mio.kr. er kontraktligt sikret, mens der er afgivet bud på ordrer, der forventes vundet, i størrelsen 206,1 mio. kr. Dertil kommer en realiseret omsætning i årets første ni måneder på 1.782,9 mio. kr. Visibiliteten er på 1.409,1 mio. kr. for Public og 978,2 mio. kr. for Private.

Ledelsen sænker på baggrund af den nuværende visibilitet prognosen for i år til en organisk salgsvækst på 18,25 % (før 20-22 %), hvortil kommer 1,75 % (før 0,75-1,5 %) fra Holland. Rapporteret vækst ventes at blive ca. 20 % mod før 20,75-23,25 %. Der ventes fortsat en EBITA-margin på ca. 26 % fra den organiske forretning og ca. 25,4 % (før ca. 25,7 %) inklusiv Holland.

Ledelsen har fremsat en foreløbig prognose for 2020. Her ventes en organisk salgsvækst på ca. 20 % og en tilpasset EBITA-margin på 26 %.

Samlet konkluderer vi, at regnskabet trods nedjusteringen af salgsvæksten, er tilfredsstillende, og processen med at øge indtjeningen især i UK forløber planmæssigt. "Afspringen" i forhold til tidligere Guidance synes i høj grad at være relateret til tidsforskydninger.

Opkøb er en del af strategien

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 lykkedes det at købe sig ind på det hollandske marked med købet af Q Delft. 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 overskudsmarginer, end Netcompany selv opnår. 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 for tidligt at konkludere noget om udviklingen i Holland, da aktiviteterne kun er med i 4½ måned af Q1-3 regnskabet. Købene i Norge og UK udvikler sig planmæssigt, idet marginerne i Norge nærmer sig Netcompany standard. Opgaven i UK er større og vurderes at tage 3-4 år, men jf. ovenfor skrider processen godt frem. 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.

Netcompany er en god langsigtet placeringsmulighed

Ledelsens strategi er at øge salget med 20-25 % årligt. Det er et ambitiøst mål, og for tiden guider man i den nedre del af udsvingsrammen. Som det fremgår ovenfor ventes i år og næste år en salgsvækst på ca. 20 %. Vi ser gerne, at man "slipper" fri af bundniveauet og kommer nærmere 25 % end 20 % årlig vækst. Netcompany står særdeles stærkt på det danske marked, der vurderes at være meget langt fremme i digitaliseringsprocessen. Selvom Netcompany har leveret mange store infrastrukturopgaver til offentlige myndigheder i Danmark og store virksomheder, er selskabets markedsandel formentlig fortsat tæt på de 10 %, som fremgik af Prospektet op til børsnoteringen. Dengang blev det desuden oplyst, at markedsandelen i Norge var på 2 % og marginal i UK. Holland er et spændende marked, der vurderes at være større end det danske. Markederne er således langt fra mættede. Forretningen vil desuden formentlig blive udvidet til også at omfatte Sverige og Finland. Brexit er en usikkerhedsfaktor, som dog i sidste ende kan vise sig at blive til gavn for Netcompany. Hvis UK træder ud af EU, er landet nødt til at "fremtidssikre" sig og fremme digitaliseringsprocessen.

En vigtig forudsætning for den videre vækstrejse er, at Netcompany fortsætter med at levere store kritiske it-opgaver til aftalt kvalitet, pris og tid. Det har hidtil været tilfældet. Vi bemærker, at man i Q3 har leveret fire ud af syv store implemeteringsopgaver med succes. Høj kvalitet er alfa og omega. 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 inklusiv Holland fået over 480 nye medarbejdere (tallet dækker over en fragang på ca. 20 %, så

reelt er der kommet langt flere nye medarbejdere end 480). 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-overnrun 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.

De interne rammer er på plads. Vækstrejsen kan fortsætte. Succes opnået i Danmark skal eksporteres til Norge, UK og Holland samt på sigt formentlig også Sverige og Finland (de to sidstnævnte via opkøb). Ideen er at opnå synergieffekter og krydssalg mellem landene.

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 kan være opnåelige. Da væksten i år og nu også 2020 formentlig "kun" når op på ca. 20 %, er der tegn på en mindre afdæmpning i væksttempoet. Høj vækst skal styres, så det 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".

Vi har tidligere i vore beregninger for prisfastsættelsen af aktien estimeret en vækst på over 20 %. Baseret på ledelsens udmelding for 2019 og 2020 reducerer vi det estimerede årlige væksttempo til 20 % i år, 2020 og 2021 (=ledelsens Guidance for 2019 og 2020). Det vil svare til et salg på 3,5 mia. kr. i 2021 (før 3,8 mia. kr. i vores estimat). Vi estimerer en EBIT-margin på 22 %, hvorved EPS kan udregnes til 11,2 i 2021. Implicit handler aktien for nærværende til en P/E 2021E (287/11,2) på 25,6. Henset til vore reducerede estimater fastholder vi hold på kort sigt men sænker fra køb til hold på langt sigt. Det skal nemlig 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 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 opkøgte it-branche.

Regnskabstal

mio. kr.	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	758	900	1416	2053	2450
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	24,5
EBT %	27,4	8,4	14,2	12,5	19,2
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

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
29-08-2019	260	Hold	Køb
13-05-2019	250	Hold	Køb
18-02-2019	214	Køb	Køb
14-11-2018	215	Køb	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.