

Dette er et udklip fra nyhedsbrevet sendt d. 5. juli 2024 og tager udgangspunkt i de informationer og selskabets aktiekurs på daværende tidspunkt. Vi mener, at dette skriv giver læseren mulighed for bedre at forstå, hvordan vi tænker investering

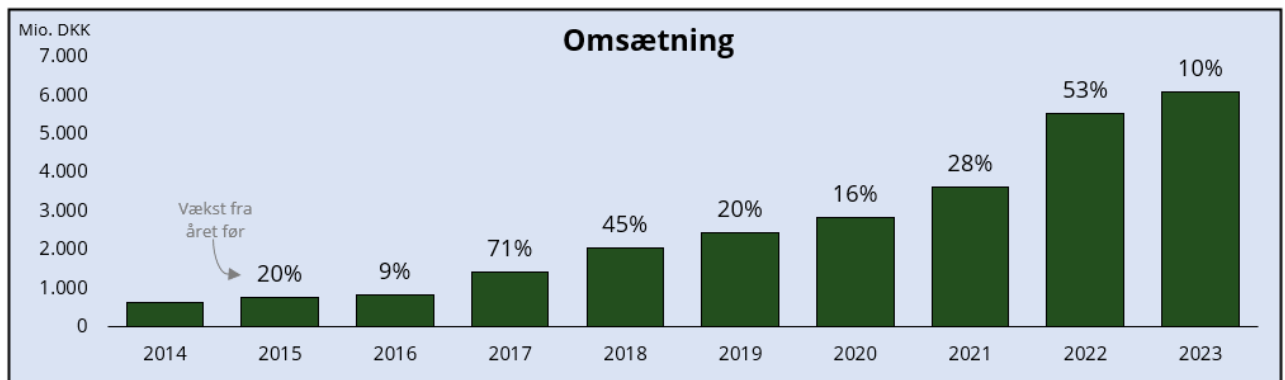
En introduktion til vores investering i Netcompany



“By leveraging technology and digitalisation responsibly, it is Netcompany’s purpose to contribute to a modern and mature Europe that prioritises democracy, justice, transparency, and social security. Our goal is to empower societies and citizens of Europe to stand independently and strongly, and to lead the way in shaping a better future for all.”

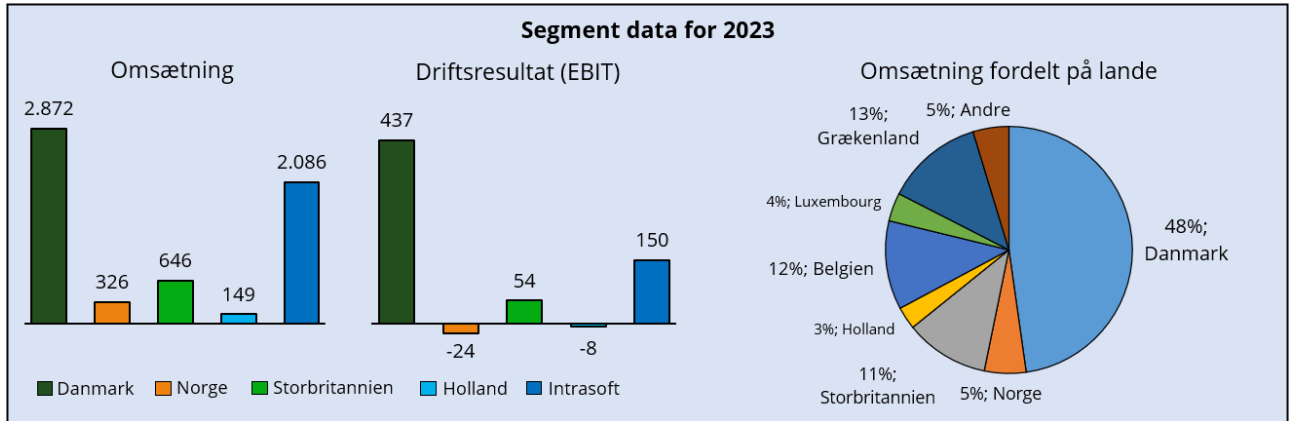
Netcompany er et dansk IT services selskab, der blev grundlagt i 2000 og børsnoteret i 2018. Selskabet leverer software og relaterede ydelser til offentlige institutioner og virksomheder. Ca. to tredjedele af forretningen er til den offentlige sektor. Det foregår ofte på den måde, at Netcompany byder på projekter, som inkluderer både en udviklings- og en vedligeholdelsesaftale. Disse kontrakter løber over mange år og kan være meget lukrative. Netcompany har positioneret sig strategisk i et sweetspot mellem høj kompleksitet og genanvendelighed af software.

Netcompany har redet på digitaliseringsbølgen, siden de blev grundlagt og har haft stor succes i Danmark. Det har været en fantastisk vækstrejse:



Netcompanys omsætning i perioden 2014-2023. Inkluderer både organisk- og opkøbsbaseret omsætningsvækst. Vær opmærksom på, at størstedelen af væksten i 2022 kom fra opkøbet af Intrasoft.

Selskabet har lavet en del opkøb over det seneste årti og er nu aktive i Storbritannien, Holland, Norge og senest i Grækenland, Luxembourg og Belgien med opkøbet af Intrasoft i 2021. Intrasoft-opkøbet har også givet Netcompany en væsentlig forretning i Den Europæiske Union. Omsætningsopdelingen mellem Danmark og internationale markeder var for 2023 ca. 50/50. På trods af det betydelige bidrag til omsætningen har Netcompanys internationale forretning stadig meget at bevise, når det gælder rentabilitet. Danmark står for ca. 75 pct. af driftsresultatet (EBIT). Som procent af omsætningen havde Danmark i 2023 en EBIT-margin på ca. 15 pct., hvilket var historisk lavt, og internationale markeder havde tilsammen en margin på knap 5 pct. Se detaljerne i figuren nedenfor.



Forretningsmodel, filosofi, strategi og konkurrencefordele

Netcompanys filosofi og forretningstilgang ('Netcompany Methodology')

En af grundene, til at Netcompany har været så succesfulde, er deres unikke filosofi og forretningstilgang. 'The Netcompany Methodology' rummer mere end, hvad der kan nævnes i denne investeringsintroduktion, men vi vil gerne fremhæve følgende delelementer, som vi mener har været afgørende for Netcompanys succes og fortsat vil være det i fremtiden:

- a) **'IT people leading IT people':** De samme mennesker, der repræsenterer Netcompany i udbudsrunder er også dem, der møder op mandag morgen og arbejder på projektet. Det ses ofte i traditionelle IT-virksomheder, at jo længere op i organisationsdiagrammet man kommer, jo længere er der mellem IT-kompetencerne. I mange tilfælde er det i stedet finansielle mål og salgsafdelinger, der indhenter nye projekter. I Netcompany har man gjort en aktiv indsats for at forfremme og udvikle IT-talenter til ledere. En af de store fordele er, at projektledere, grundet deres dybe forståelse, er bedre til at målrette projekter mere specifikt til kunders ønsker og behov. En anden er, at man ofte er bedre til at prise og tidsestimere projekter end konkurrenterne.
- b) **Fuld transparens:** Netcompany var nogle af de første til at give fuld ekstern gennemsigtighed i udviklings- og vedligeholdelsesprocesser. Eksempelvis kan kunder gå direkte ind og læse interne udviklingsrapporter og følge med i udviklingsprocessen lige så detaljeret som de ansatte i Netcompany. Er der forsinkelser eller andre væsentlige udfordringer? Det er ret usædvanligt, at man tilbyder så høj en grad af transparens. For mange i branchen vil det måske virke grænseoverskridende, men kunderne værdsætter det.
- c) **Ung arbejdsstyrke og performancekultur:** Netcompany kultiverer en ung, produktiv og effektiv arbejdsstyrke. Som udtalt af COO, Claus Jørgensen: "Vi har en yngre, klogere og mere energisk arbejdsstyrke end vores konkurrenter. Dette forbedrer ikke kun produktiviteten, men reducerer også lønomkostninger og dermed øger rentabiliteten." Netcompany rekrutterer aktivt de bedste talenter fra universiteter, opretholder en arbejdsstyrke, der er betydeligt yngre end gennemsnittet i branchen, og rangerer højt på IT-studerendes lister over drømmejob. Der investeres også i de sociale aspekter af arbejdslivet gennem initiativer såsom "Netcompany After Dark", og Netcompany er især kendt for deres fredagsbar på hovedkontoret i København. Medarbejderne bliver regelmæssigt evalueret, hvor topperformerne bliver belønnet generøst, og bundperformererne bliver opfordret til forbedring. Det er en filosofi, måske bedst beskrevet som "Work Hard, Play Hard" og er kendt fra software- og startupmiljøet i USA.

Strategi: Skalerbarhed ved hjælp af platforme og produkter

En af årsagerne, til at succesfulde softwarevirksomheder er meget profitable, er skalerbarheden af deres produkter. Når først produktet er udviklet, er der meget få marginale omkostninger forbundet med at sælge det til flere kunder. Udfordringen for IT services virksomheder, som traditionelt leverer en ny skræddersyet softwareløsning hver gang, er, at det er en langt mindre profitabel forretning. Argumentet for denne tilgang er, at hver enkelt kundeløsning er så unik og kompleks, at der skal udvikles en unik løsning hver gang.

Her har Netcompany en anden strategi. De har en modulær-tilgang og arbejder med et omfattende bibliotek af grundlæggende kodebase, som anvendes i så høj grad som overhovedet muligt.

Kodebasen videreudvikles til de specifikke krav og ønsker, kunden har. Den underlæggende teknologi-base kalder Netcompany platforme (et solidt fundament, der kan bygges ovenpå).

Platformsstrategien har to åbenlyse fordele:

- Lavere omkostninger: Da software ikke skal udvikles fra bunden hver gang, kan Netcompany levere projekterne billigere og hurtigere. Det er bl.a. derfor, at Netcompanys historiske rentabilitet har været et niveau over konkurrenterne.
- Højere tillid: Hvis platformen allerede har vist sit potentiale i tidligere sammenhæng, bør det give en højere grad af tryghed for potentielle kunder, når de overvejer at vælge Netcompany til deres næste projekt.

Eksempler på Netcompanys platforme:

Platform	Beskrivelse
PULSE	En udviklingsplatform til realtids-, forbundne og datadrevne operationer. PULSE bruges bl.a. af den schweiziske medicinalgigant Roche som værktøj til håndtering af deres forsyningskæde. PULSE er også et eksempel på, at en platform kan føde nye platforme: I et joint-venture (Smarter Airports A/S) har Netcompany og Københavns Lufthavne A/S udviklet AIRHART, som udover at blive brugt i København Lufthavn er blevet kommercialiseret og sælges til andre lufthavne. AIRHART er baseret på PULSE.
AMPLIO	Et værktøj til Business Process Management (BPM), der fokuserer på automatisering af processer og sagsbehandling. Platformen er bl.a. brugt til at udvikle Modulus Barn, en industrispecifik udgave til det norske børneværn. Modulus Barn blev oprindeligt udviklet til Trondheim, men er efterfølgende blevet udrullet til 70 kommuner i Norge. Det viser virkelig styrken i Netcompanys platforme, deres økonomiske potentiale og skalerbarhed.
AMI	AMI står for "Application Messaging Interface" og fungerer som et centralt knudepunkt, der forbinder virksomheder, myndigheder og borgere. Det er f.eks. platformen bag Mit.dk.
EASLEY AI	En AI platform, der er udviklet med fokus på datasikkerhed, produktivitetsfremmelse og model-uafhængighed. Den kan f.eks. kombineres med LLMs såsom ChatGPT (OpenAI), Copilot (Microsoft) og Gemini (Google).

Når en platform opnår et vist niveau af modenhed og kommerciel dækning, giver det ofte mening at standardisere platformen til et produkt, der kan sælges til flere kunder i samme eller forskellige lande. Eksempler på produkter: ERMIS (Europas ledende toldløsning), SOLON TAX (indtægtsstyring for det offentlige), PERSEUS (udbetalings- og administrationssystem til det offentlige, bruges f.eks. til udbetaling af pension) og DX4B (digitalisering af finansielle institutioner).

For at platforms- og produktstrategien skal virke så godt som muligt, har Netcompany valgt at fokusere på de industrier og forretningsområder, hvor de mener, potentialet er størst. Potentialet er vurderet på baggrund af bl.a. markedsstørrelse og vækstforventning, og hvorvidt det placerer sig i sweetspottet mellem kompleksitet og genanvendeligt software – altså der, hvor Netcompanys platforme og produkter bør have det bedste "produkt-marked fit". I det offentlige fokuseres der på

kategorierne Skat og Told, Public Safety, Sundhed, og Digitalisering, og i det private segment er fokus på Transport og Logistik, Telekommunikation, Finans, og Energi og Forsyning.

Konkurrencefordele

Et andet porteføljeselskab, vi [tidligere har skrevet om](#), var tyske softwaregigant SAP, og her argumenterede vi for, at selskabet besad konkurrencefordele fra allerøverste hylde, hvilket gav os en meget høj grad af tryghed i investeringen. Meget positivt kan der siges om Netcompany, men selskabet er ikke i samme liga som SAP, men det er heller ikke et krav. Panorama Invest investerer i undervurderede selskaber af *tilstrækkelig* kvalitet.

På trods af hvor hurtigt Netcompany er vokset, er selskabet stadig en lille spiller, som er oppe imod giganter såsom Accenture, TCS, Capgemini og IBM. Konkurrencefordel er et relativt begreb og bør altid ses i forhold til konkurrenterne. Vi konkluderer derfor, at Netcompany ikke har konkurrencefordele af høj grad. Dog mener vi, at potentialet for fremtidige konkurrencefordele er væsentligt:

- a) **Stordriftsfordele:** Netcompanys platforme og produkter (genanvendeligt software) kan sælges flere gange med lave marginale omkostninger, og i takt med at Netcompany vokser, bør en større kundebase kunne finansiere større investeringer i ny produktudvikling (R&D). Den type stordriftsfordel kaldes også 'fixed cost scale advantage'. Der argumenteres altså ikke for, at Netcompanys fokus på genanvendelighed er en konkurrencefordel i sig selv. Det kunne alle andre også gøre. Argumentet er, at strategien ændrer Netcompanys omkostningsstruktur fra primært at være variable omkostninger til i højere grad at være faste omkostninger. Det muliggør stordriftsfordele i højere grad end ellers. På nuværende tidspunkt har Netcompany ikke størrelsen til rigtigt at opnå stordriftsfordele, men det får de i takt med, at de vokser.
- b) **Høje skifteomkostninger:** Hvis en virksomhed eller organisation først har valgt Netcompany til et projekt, er det svært efterfølgende at skifte. Der følger ofte en lang vedligeholdelseskontrakt med aftalen, og hvem mon bedst kan vedligeholde / videreudvikle softwaren end dem, der har udviklet det oprindelige. Normalt vil denne konkurrencefordel skulle ses som et tveægget sværd, da konkurrenterne alt-andet-lige besidder samme fordel. Det, der dog gør denne situation anderledes, er, at digitaliseringsbølgen stadig er så forholdsvis ung, at en stor del af fremtidig omsætning vil komme fra nye projekter, men at i takt med at industrien modnes, vil en større og større del af forretningen overgå til vedligeholdelse, hvilket bør gavne de største etablerede spillere.
- c) **Brand:** Tillid er ekstremt vigtigt i IT services industrien. Beslutningstagere har meget at tabe, hvis de vælger de forkerte IT-samarbejdspartnere. Der er både personligt omdømme og organisationens drift på spil. Forventeligt vil der derfor være en tilbøjelighed til at betale ekstra for at reducere risikoen for utilstrækkelige produkter, forsinkelser eller fejl. Netcompany har allerede et godt brand og er kendt for at levere projekter inden for aftalt tid og rammer. Vores forventning er, at i takt med at brandet styrkes, især uden for Danmarks grænser, vil det som minimum lede til flere vundne projekter og i bedste tilfælde højere priser.

Ledelsen

I toppen af Netcompany finder man to af tre grundlæggere, André Rogaczewski og Claus Jørgensen, henholdsvis CEO og COO. Når et selskab ledes af deres grundlæggere, er det ofte et positivt tegn. Det øger sandsynligheden for vision og ekspertise.

Ligesom det betyder meget for Panoramas medinvestorer, at vi har "hånden på kogepladen", så er det også noget, vi kigger efter hos vores ledelser. Rogaczewski og Jørgensen ejer ca. 10 pct. af Netcompany. Dette er positivt, da det øger sandsynligheden for, at ledelsen har samme incitamentersom os. Rogaczewski og Jørgensen danner sammen med Thomas Johansen, der har været CFO siden 2017, Netcompanys Executive Management Team. Under dem sidder en ledergruppe, som bl.a. inkluderer landecheferne.

En god ledelse er noget af det vigtigste for kvalitetsniveauet, og det fremtidige potentiale for en virksomhed, men det er også ofte noget af det sværeste at vurdere. Vi vurderer altid ledelser på baggrund af, hvad de har gjort historisk og på deres fremtidige strategi for selskabet. Det er derfor en stor fordel, at Rogaczewski og Jørgensen har stået i spidsen af Netcompany i mange år. Det giver et godt datagrundlag.

Efter at have fulgt Netcompany længe og studeret deres historik har vi et godt indtryk af ledelsen, bl.a. på grund af deres:

- a) Unikke filosofi og forretningstilgang (The Netcompany Methodology), strategiske vision og intelligente markedspositionering.
- b) Krisehåndtering: Ledelsen har vist evne til at håndtere kriser (f.eks. Coronaviruspandemien) og udfordrende perioder i nye markeder (f.eks. har Norge været et svært marked historisk).
- c) Kapitalallokering: Netcompany har lavet flere større opkøb, og i de fleste tilfælde har vi været enige i rationalet bag opkøbene og mener, at en disciplineret opkøbsstrategi vil bidrage positivt til værdiskabelsen.
I 2023 annoncerede ledelsen et nyt aktietilbagekøbsprogram på 2.000 mio. kr. for 2024-2026. Vi er tilhængere af opportunistiske aktietilbagekøb, så længe aktiekursen er attraktiv, og balancen tillader det. Det er ikke altid, at Netcompanys aktietilbagekøb er faldet i den kategori, men på nuværende kursniveau giver aktietilbagekøb god mening. Det er noget, vi holder skarpt øje med og forventer, at ledelsen suspenderer programmet, hvis aktien ikke længere er væsentligt undervurderet.

Vurdering af Netcompanys kvalitetsniveau

Netcompany er et selskab, der stadig ledes af sine grundlæggere. De ejer en betydelig del af aktierne, og så har de vist gode resultater. Selskabet vækster, er profitabelt og har en håndterbar gæld. På den anden side er Netcompany midt i en usikker international ekspansion, og så besidder selskabet få konkurrencefordele. Vi vurderer Netcompany til at være et selskab af middel kvalitet. I forhold til vores andre investeringer er det i den lave ende.

Kvalitetsvurderingen har det formål at danne grundlag for værdiansættelsen. Hvis vi ikke mener, at et selskab er af tilstrækkelig kvalitet, så kan vi ikke estimere fremtidige pengestrømme og dermed ikke komme med et bud på, hvad selskabet er værd.

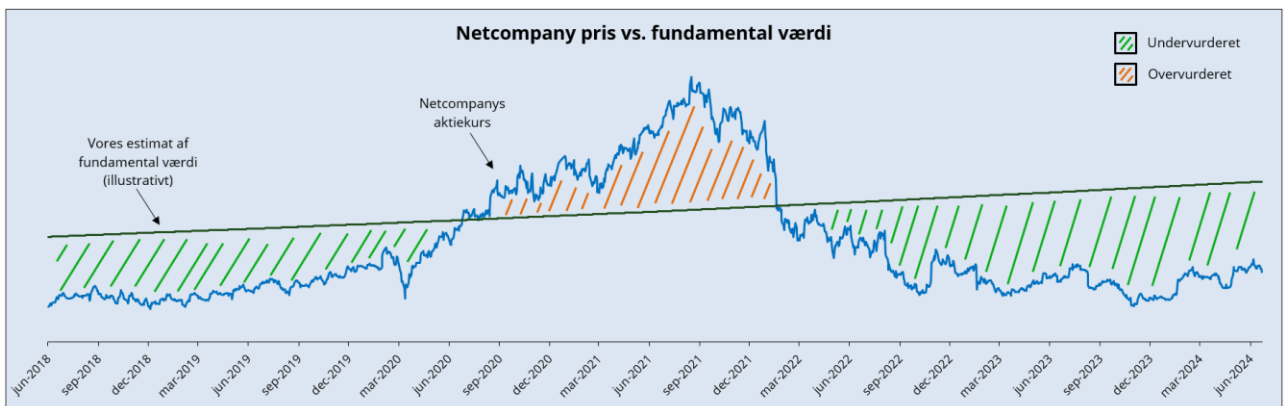
Det mener vi derimod godt vi kan med Netcompany. Der er et stort udfaldsrum, men det reflekterer vores værdiansættelse også.

Netcompany som investering

Vi har konkluderet, at Netcompany er af tilstrækkelig kvalitet, men er selskabet undervurderet?

Der er mange kvalitetsselskaber, men det er desværre de færreste, som vi mener er undervurderede. Alle selskaber, vi har analyseret og mener er af tilstrækkelig kvalitet, kommer som minimum på vores reservebænk. Selskaber på bænken følger vi og håber, at enten aktiekursen falder, eller værdien stiger nok til at forsvare en investering.

Figuren nedenfor viser vores (simplificerede) estimat af Netcompanys fundamentale værdi sammenlignet med aktiekursen siden børsnoteringen i 2018. I første halvdel af 2021 mente vi for eksempel ikke, at Netcompany var undervurderet. Vi havde den på bænken og sad klar, hvis muligheden skulle opstå, men overvejede ikke at investere på daværende tidspunkt. I andet halvdel af 2021 og i 2022 faldt aktien meget og blev pludselig attraktiv. Netcompany blev derfor en del af fonden fra start, d. 1. december 2023, og er oppe med ca. 40 pct. pr 30. juni 2024. På trods af den pæne stigning har vi ingen planer om at sælge vores aktier. Vi mener stadig, at aktien er væsentligt undervurderet.



Værdiansættelse af Netcompany

I vores pengestrømsanalyse (DCF-model) af Netcompany bruger vi en scenarie-vægtet tilgang. Vi tager udgangspunkt i fem forskellige scenarier, hvor vi estimerer selskabets fremtidige pengestrømme. Scenarierne repræsenterer forskellige grader af succes for Netcompany og selskabets internationale ekspansion. Vi forventer følgende vil bidrage positivt til henholdsvis omsætningsvækst og stigende profitmargin:

Omsætningsvækst:

- Vækst i det underliggende marked (digitaliseringsbølgen fortsætter).
- Geografisk ekspansion, både organisk og ved hjælp af opkøb.
- Stigende markedsandele i nuværende markeder.
- Distribution og salg af eksisterende platforme og produkter. Som set med eksempelvis Modulus Barn i det norske børneværn og AIRHART i samarbejde med Københavns Lufthavne.
- Opkøb af andre teknologi-platforme og produkter. Som set med eksempelvis Intrasoft, der gav Netcompany adgang til nye platforme.

Stigende profitmarginier:

- a) Modning af internationale markeder. Herunder effektivisering og implementering af Netcompanys forretningsmodel, filosofi og strategi.
- b) En tilbagevending til historiske markedsvilkår i det danske marked.
- c) På den lange bane bør stigende konkurrencefordele vise sig i form af lavere omkostninger og/eller højere priser.

Det er vigtigt at sige, at når vi værdiansætter virksomheder, er det næsten aldrig et spørgsmål om ja eller nej. Vi tænker altid i sandsynligheder og udfaldsrum. Derfor har vi altid en pragmatisk tilgang til værdiansættelse og gør os ingen illusion om, at vi kan forudse fremtiden. Dog mener vi, at vi i hele træskolængder kan komme til en minimumsvurdering eller et konservativt estimat af, hvad et selskab er værd. Vi konkluderer, at vi bliver godt betalt for den risiko, vi tager, og vurderer Netcompany til at være et selskab af tilstrækkelig kvalitet og væsentligt undervurderet.

Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette skriv er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

1. **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiell rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
2. **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
3. **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
4. **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.