

Strategisk analyse og værdiansættelse af Netcompany Group A/S

HD(R)

Aalborg Universitet



Afleveringsdato 4. maj 2020

Udarbejdet af:

Ivan Lyhne (studienr. 20181924)

Christoffer Lynge (studienr. 20181935)

Henrik Kastbjerg (studienr. 20181932)

Vejleder: Jens Riis Andersen

Antal anslag: 216.100 (90 sider)

netcompany

Indholdsfortegnelse

1. English summary	1
2. Indledning	3
2.1 Problemstilling	5
2.2 Problemformulering	5
2.3 Afgrænsning	7
2.4 Metode og kildekritik	7
2.5 Disponering og struktur	8
3. Virksomhedsbeskrivelse	11
3.1 Netcompanys historie og forventninger til fremtiden	11
3.2 Services og sektorer	13
4. Strategisk analyse.....	14
4.1 Eksterne analyser	14
4.1.1 PESTEL-analyse	14
4.1.2. Porters Five Forces	22
4.2. Intern analyse.....	29
4.2.1 7S-modellen	29
4.2.2 Vækststrategier	36
4.2.3 Konkurrencestrategier	40
4.2.4 Værdikædeanalyse	43
4.3 SWOT–analyse.....	47
4.3.1 Kritik af SWOT-analyse.....	48
4.4 Konklusion på strategisk analyse	49
5. Regnskabsanalyse	52
5.1 Resultatopgørelse og balance	52
5.2 Reformuleret resultatopgørelse og balance	54
5.3 Nøgletal	59

5.4 Benchmark	65
5.5 Delkonklusion.....	67
6. Værdiansættelse	69
6.1 Budgettering.....	69
6.1.1 Budgetperiodens længde	69
6.1.2 Budgettering af salgsvækst	71
6.1.3 Budgettering af EBIT-margin	72
6.1.4 Budgettering af skatteprocent	73
6.1.5 Budgettering af dividendeudbetalinger.....	73
6.1.6 Øvrige budgetteringsmæssige overvejelser og antagelser	74
6.1.7 Terminalperiodens forudsætninger.....	76
6.1.8 Sammenfatning på budgettering.....	77
6.2 Værdiansættelse via DCF-model	80
6.2.1 WACC.....	81
6.2.2 Omkostninger til egenkapital	82
6.2.3 Omkostninger til fremmedkapital	85
6.2.4 Netcompanys kapitalstruktur.....	86
6.2.5 Frit Cash Flow.....	87
6.2.6 Terminalværdi	88
6.2.7 Enterprise Value	89
6.2.8 Værdiansættelse.....	90
6.2.9 Følsomhedsanalyse.....	91
6.2.10 Kritik af DCF-modellen	95
6.3. Multipelanalyse	96
6.3.1 EV/EBITDA-metoden.....	102
6.3.2 Kritik af multipelanalysernes brugbarhed	105
6.4 Vægtning af de forskellige værdiansættelsesmodeller.....	107
6.5 Delkonklusion.....	108

7. Self-Sustainable Growth Rate	111
7.1 Kritik af Self-Sustainable Growth Rate	117
7.2 Delkonklusion.....	117
8. Konklusion	118
8.1 Perspektivering.....	120

Litteraturliste

Bilag

1. English summary

The purpose of this thesis is to calculate the value of Netcompany Group A/S, in order to estimate if the current market value represents the true value of the company. Another purpose of this thesis is to determine, if Netcompany's ambitions for growth is sustainable. In order to answer these two points, a strategic analysis and a financial statement analysis is made. The strategic analysis determines that Netcompany is in strong position, currently having a strategic advantage to their competitors. The financial statement analysis of Netcompany shows encouraging and strong financials, with very few flaws.

With input from the strategic- and financial analysis and various other sources, a budget for the period 2020 to 2029 has been created. From this budget, the estimated free cash flow from Netcompany has been determined, allowing a DCF-analysis valuing the company. The value of Netcompany is also being calculated through the use of several different valuations of comparables. The comparable firms are a mix of Danish and foreign companies. The result of the DCF-analysis and the valuations of comparables, is recalculated using a weighted average, where the input from the DCF-analysis represents 90% of the weight. The weighted average of the different valuation methods, calculates the stock price of Netcompany to being 410,34 DKK as of 02.06.2020. Compared to the actual market price from the same date, the calculated price is 65,34 DKK higher, indicating a potential 18,94% increase in the stock price.

When a company is experiencing a growth in sales, it will require more assets and working capital requirement (WCR). If the capital commitments to these are higher than the retained earnings of a company, it requires financing from external sources. In order to measure if a growth rate of a company is sustainable on the long term, a formula called Self-Sustainable Growth Rate (SSGR) is used. In the budgeted period from 2020 to 2029 Netcompany is initially placed above the SSGR, whereas later in the period Netcompany is placed below the SSGR. In the period as a whole, Netcompany is placed well below the Self-Sustainable Growth Rate, indicating that the company do not need external financing or lowering the payout ratio, to continue the expected growth. During the budgeted period, Netcompany will achieve very strong financials, and it would be advised and recommended, that the

company pursue the possibilities of an acquisition of another company, even with external financing.

2. Indledning

Vi lever i en verden, hvor der udvikles flere og flere digitale løsninger. Der sker en stor udvikling inden for området, i såvel den offentlige- og private sektor. Den digitale udvikling påvirker både arbejds- og privatlivet, og medfører ændringer i den måde mennesker lever på i dag. For at dokumentere udviklingen, har Danmarks Statistik i 2018 gennemført en undersøgelse, omkring udviklingen i digitaliseringen samt befolkningens anvendelse af IT. Ifølge undersøgelsen fra Danmarks Statistik, har hver anden beskæftigede i erhvervslivet oplevet, at skulle lære nye software- og it-systemer på arbejdspladsen, i løbet af de seneste 12 måneder. Endvidere har undersøgelsen dokumenteret, at den danske befolkning nu kommunikerer med det offentlige via en digital postkasse, og ni ud af ti af de adspurgte er trygge ved at anvende denne kommunikationsform. Ydermere er det konstateret, at i 2010 havde 12% af den danske befolkning aldrig anvendt internettet, hvilket i dag er faldet til blot 4%.¹

Nyhedsstrømmen i både tv og skrevne medier indeholder ofte historier om digitale løsninger. Da Forældreintra blev erstattet af Aula i 2019, skulle stort set samtlige forældre med børn i folkeskolealderen lære et nyt program at kende, med stor mediedækning til følge.

Der har også været skrevet meget om NemID, om både sikkerheden bag og enkelte befolkningsgruppers vanskeligheder ved at bruge systemet. NemID erstattes i sommeren 2021 af MitID², og befolkningen skal nu lære et nyt system at kende. En lignende fortælling ses med e-Boks, som i år 2021³ erstattes af et nyt system til al digital post fra det offentlige. Når de nye systemer ikke kan levere, hvad der forventes af dem, bliver det i stort omfang diskuteret i medierne. Af fejlslåede digitale løsninger kan eksempelvis nævnes sygehusenes Sundhedsplatformen, SKATs EFI (Et Fælles Inddrivelsessystem), politiets POLSAG samt Beskæftigelsesministeriets Amanda.

¹ <https://www.dst.dk/Site/Dst/Udgivelser/GetPubFile.aspx?id=29448&sid=itbef2018>

² <https://digst.dk/it-loesninger/mitid/fremtidens-nemid/mitid-afloeser-nemid/>

³ <https://finans.dk/erhverv/ECE11668793/nederlag-til-eboks-kan-kaste-danskerne-ud-i-postkaos>

Ovenstående iagttagelser er med til at skabe en øget interesse for fremtidens udvikling af digitale løsninger. Udviklingen er interessant at følge for både borgere, forbrugere, men specielt også for de virksomheder der arbejder med og udvikler digitale løsninger.

En virksomhed der arbejder med og udvikler digitale løsninger er Netcompany Group A/S (herefter Netcompany). Virksomheden blev stiftet i år 1999 af Andre Rogaczewski i København. Siden da har virksomheden udviklet sig kraftigt til i dag at være i seks forskellige lande (*Polen, Vietnam, Storbritannien, Norge, Holland og Danmark*).

Medarbejderstaben er over årene vokset eksplosivt, og ved udgangen af 2019 havde de omkring 2.500 ansatte og omsatte for 2.453 mio. kr.. Netcompany er den første nye virksomhed i Danmark i over 20 år, der har formået at skabe en arbejdsplads med over 1.000 ansatte.⁴ Virksomheden udvikler digitale produkter til det offentlige samt erhvervsvirksomheder og arbejder hver dag mod målet om, at blive *”en betydelig IT-leverandør i Nordeuropa”*.⁵

Da Netcompany blev noteret på børsen d. 7. juni 2018 blev de lanceret med en udbudskurs på 155 kr. pr. aktie, hvilket svarede til en markedsværdi på 7,75 mia. kr. I forbindelse med lanceringen kommenterede aktieanalytikere, at udbudskursen var i den høje ende, men den svarede nogenlunde til den kvalitet som virksomheden udbyder.⁶

Siden lanceringen har kursen været støt stigende, dog med nogle små dyk undervejs. Efter præsentationen af årsregnskabet for 2019, d. 06.02-2020 havde Netcompany en kurs på 345 kr. pr aktie ved børslukketid, hvilket repræsenterer en stigning på over 120% blot 20 måneder efter, at deres aktie blev lanceret på børsen.

Denne imponerende udvikling, samt den store mediebevågenhed omkring digitale løsninger, giver interesse til at undersøge, om Netcompanys kursværdi er over- eller undervurderet i forhold til en beregnet værdiansættelse ud fra en værdiansættelsesmodel. Samtidig er det

⁴ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/fremadstormende-it-firma-bryder-20-aarig-forbandelse-runder-1.000>

⁵ Tag del i den digitale fremtid - Netcompany

⁶ https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/363900/netcompany_gaar_paa_boersen_med_markedsvaerdi_paa_775_mia_kr.html

interessant at undersøge om den høje vækst, Netcompany har præsteret, er hensigtsmæssig og kan opretholdes på sigt.

2.1 Problemstilling

Netcompany har oplevet en meget stor værdistigning på børsen siden deres introduktion i 2018. Det er derfor interessant, at undersøge om værdistigningen er berettiget ved at sammenligne aktiekursen med en teoretisk beregnet værdiansættelse.

Den store udvikling og vækst i Netcompany er også blevet bemærket i de danske medier. Det er almen kendt, at det er dyrt at have konstant høje vækstrater, da kapitalbindingerne øges. Det er derfor interessant at undersøge, om det kan forventes, at Netcompany selv kan finansiere sin fremtidige vækst af egen kraft. Altså om Netcompany kan forvente at fastholde deres vækst uden at skulle skaffe ekstern finansiering, samt uden at ændre på deres gældsætnings- og udbytte politik.

2.2 Problemformulering

Med baggrund i afhandlingens indledende afsnit samt ovenstående problemstilling, præsenteres problemformuleringen. Problemformuleringen bearbejdes ud fra en skæringsdato pr. 06.02.2020, da Netcompany her offentliggjorde sit årsregnskab for 2019. Årsregnskabet udgør det senest offentliggjorte økonomiske materiale fra Netcompany, på tidspunktet for afhandlingens udarbejdelse.

Problemformulering:

"Hvordan afspejler Netcompanys aktiekurs pr. 06.02.2020 værdien af selskabet, beregnet via en teoretisk værdiansættelsesmodel, og kan selskabets vækstforventninger realiseres uden ændring af gældsætnings- og udbyttepolitik samt behov for ekstern finansiering?"

For at besvare og supplere problemformuleringen, stilles der fire underspørgsmål.

Underspørgsmål 1:

- Hvordan er Netcompanys strategiske position på markedet?

Et godt fundament for en værdiansættelse af en virksomhed, findes i den strategiske analyse. Den strategiske analyse giver et indblik i virksomheden, samt skaber forståelse for dennes produkter, forretningsområder og konkurrencemæssige situation. Den strategiske analyse danner også basis for, at vurdere om virksomheden har den rette strategi til, at klare fremtidens udfordringer og samtidig kan skabe værdi for selskabets aktionærer i fremtiden. Konklusionerne fra dette underspørgsmål bruges i det videre arbejde med underspørgsmål 3 og 4, i afhandlingens 6. og 7. kapitel.

Underspørgsmål 2:

- Med baggrund i en regnskabsanalyse, hvilke stærke og svage sider ses der i Netcompanys økonomiske data?

Ved at foretage en analyse af Netcompanys historiske resultater, via data fra deres udgivne årsrapporter, er det muligt at identificere stærke og svage sider i Netcompany, set fra en økonomisk synsvinkel. Via nøgletalsanalyser kan der skabes klarhed omkring rentabiliteten og væksten i virksomheden og udviklingen i disse. Konklusionerne fra dette underspørgsmål danner blandt andet grundlaget for budgetteringsafsnittet i kapitel 6, men bruges også i forbindelse med besvarelse af underspørgsmål 3.

Underspørgsmål 3:

- Hvad er den teoretiske værdi af Netcompany?

Med input fra de tidligere besvarede underspørgsmål foretages der budgettering. Med data fra budgetteringsprocessen, kan der foretages en værdiansættelse via en DCF-model samt multipelanalyser. Med den flotte historiske udvikling i aktiekursen in mente, kan det være interessant for eksisterende såvel som potentielt nye aktionærer, at vurdere om aktiekursen er over- eller undervurderet.

Underspørgsmål 4:

- Kan Netcompany selv finansiere deres egen vækst?

I årsrapporten for regnskabsåret 2019, ser Netcompany ind i 2020 med forventninger til blandt andet omsætningsvækst og overskudsgrad. Derfra vil der ud fra afhandlingens

budgettering og DCF-analyse, blive opstillet forventninger til Netcompanys kommende økonomiske resultater. Det er interessant at undersøge om Netcompany selv kan finansiere denne fremtidige vækst, uden behov for ekstern finansiering samt ændret politik for gældsætning og udbytte.

2.3 Afgrænsning

I dette afsnit vil der blive beskrevet hvad afhandlingen afgrænser sig fra.

Netcompany opererer i seks forskellige lande, men i projektets strategiske analyse, er der valgt kun at fokusere på det danske marked, og der afgrænses derfor fra at analysere på de øvrige lande. I forbindelse med den strategiske analyse findes der mange forskellige modeller, der kan anvendes til en sådan analyse. De anvendte modeller i opgaven er skønnet fyldestgørende til besvarelsen af problemformuleringen og der afgrænses derfor fra øvrige relevante modeller.

I regnskabsanalysen analyseres der på regnskabstal for 2016, 2017, 2018 og 2019. Der afgrænses derfor fra at analysere på tidligere år.

Under hensyntagen til afhandlingens omfang afgrænses der fra identificering og konsekvensberegning af eventuelle virksomhedsopkøb, der vil kunne blive gennemført af Netcompany i budgetperioden. Afhandlingen fokuserer derved kun på Netcompanys organiske vækst. Dog vil der blive kommenteret på om eventuelle virksomhedsopkøb vil være tilrådelige, baseret på afhandlingens konklusioner.

Netcompany aflagde årsrapporten for 2019 d. 06.02.2020 og der er derfor valgt, at afgrænse sig fra alt empiri og data, der er blevet offentlig efter denne dato.

2.4 Metode og kildekritik

Afsnittets formål er at synliggøre fremgangsmåden i opgaven samt hvilke metoder, der vil blive anvendt til at besvare problemformuleringen. Desuden vil afsnittet vurdere på validitet af de anvendte kilder.

Afhandlingen vil blive udarbejdet på baggrund af sekundære data, deriblandt både kvalitative og kvantitative data fra forskellige kilder. Dette betyder, at der opnås en triangulering i dataindsamlingen, som bidrager til en større validitet i afhandlingen.

Afhandlingen vil så vidt muligt gøre brug af objektive data. Dog vil datakilder fra Netcompany sandsynligvis være delvist subjektive. Til at modstå denne subjektive vurdering og opretholde kvaliteten og validiteten i afhandlingens data, vil der indsamles data fra aktieanalyser udarbejdet af Danske Bank og Nordea. Endvidere vil behandlingen af de indsamlede data blive gjort med en kritisk tilgang. For at sikre troværdighed og reliabilitet i afhandlingen, vil der ved anvendelse af teori ligeledes blive anvendt en kritisk tilgang.

Gennem udarbejdelsen af afhandlingen, vil der blive lavet referencer til de anvendte kilder for at dokumentere kvaliteten af de indsamlede data. I udarbejdelsen af afhandlingen, vil der udelukkende blive anvendt velkendte og anerkendte teorier, modeller og metoder. På denne måde sikres, at det rette budskab samt forståelsen videresendes til læseren af afhandlingen. Ovenstående tilgange til udarbejdelsen af afhandlingen betyder, at det er den deduktive metodiske tilgang afhandlingen tager udgangspunkt i.

2.5 Disponering og struktur

Afhandlingen vil blive inddelt i kapitler, for at gøre det overskueligt for læseren og dermed bidrage til en lettere forståelse. Desuden vil der blive lavet delkonklusioner under de vigtigste kapitler i forhold til problemformuleringens besvarelse, hvor hovedessenserne fra kapitlet bliver samlet, samt de fire underspørgsmål besvaret. Slutteligt vil der på baggrund af delkonklusionerne og de besvarede underspørgsmål, samles en hovedkonklusion i afhandlingens sidste kapitel, der samlet besvarer problemformuleringen.

Kapitel 1 omhandler et resume af afhandlingen på engelsk.

Kapitel 2 danner baggrund for hele afhandlingen, og vil præsentere hvilket problem afhandlingen vil besvare. Ydermere vil kapitlet indeholde metodevalg, hvor der bliver beskrevet hvilke metodiker, der vil blive anvendt til at lave en valid afhandling.

Kapitel 3 omhandler en virksomhedsbeskrivelse af Netcompany. Der vil blive omtalt historik af virksomheden, fakta om virksomheden og hvilke fremtidsplaner virksomheden ligger inde med.

Kapitel 4 er en strategisk analyse af både de eksterne og interne forhold i Netcompany. Dette kapitel vil endvidere have til hovedformål at svare på underspørgsmålet "*Hvordan er Netcompanys strategiske position på markedet?*"

Kapitel 5 tager udgangspunkt i en regnskabsanalyse, hvor der vil blive beregnet nøgletal over fire regnskabsår for at se udviklingen i Netcompanys økonomi. Kapitlet har derudover til formål at besvare underspørgsmålet *”Med baggrund i en regnskabsanalyse, hvilke stærke og svage sider ses der i Netcompanys økonomiske data?”*

Kapitel 6 har til formål at lave en teoretisk værdiansættelse af Netcompany, for at sammenligne den aktuelle aktiekurs d. 06.02.2020. Til dette vil der blive foretaget en budgettering og anvendt en DCF-model samt multipelanalyse. Desuden vil der blive beregnet følsomhed på de beregnede værdier. Kapitlet bliver brugt til at besvare underspørgsmålet *”Hvad er den teoretiske værdiansættelse af Netcompany?”*.

Kapitel 7 vil med baggrund i forventningerne til Netcompanys økonomiske fremtid, dannet i afhandlingens 6. kapitel omhandlende budgettering og DCF-analysen, blive fokuseret på *”Self-Sustainable Growth”*, der sætter fokus på, om Netcompany selv kan finansiere deres egen fremtidige vækst. Kapitel 7 vil derfor også besvare underspørgsmålet *”Kan Netcompany selv finansiere deres egen vækst?”*.

Kapitel 8 afslutter afhandlingen og samler den røde tråd gennem opgaven, ved at samle de delkonklusioner der har været i de enkelte kapitler til en samlet konklusion, der besvarer problemformuleringen. Afslutningsvis bliver der skrevet en perspektivering af afhandlingen.

Nedenfor synliggøres ovenstående tekst i en tabel med kapitelinddeling.

Kapitel 1 – English Summary	<i>English Summary</i>
Kapitel 2 - Indledning	<i>Indledning Problemformulering Afgrænsning Metode og kildekritik Disponering og struktur</i>
Kapitel 3 – Virksomhedsbeskrivelse	<i>Historik Produkter og markeder Fremtid</i>
Kapitel 4 – Strategisk analyse	<i>Ekstern analyse Intern analyse</i>

Kapitel 5 - Regnskabsanalyse	<i>Nøgletal</i> <i>Benchmark</i>
Kapitel 6 – Værdiansættelse	<i>Budgettering</i> <i>DCF-model</i> <i>Multipelanalyse</i> <i>Følsomhedsanalyse</i>
Kapitel 7 – Self-Sustainable Growth Rate	<i>Self-Sustainable Growth Rate</i>
Kapitel 8 – Konklusion	<i>Konklusion</i> <i>Perspektivering</i>

3. Virksomhedsbeskrivelse

Når der foretages en værdiansættelse af en virksomhed, er det vigtigt at have en dyb indsigt i virksomheden. En del af dette indebærer kendskab til virksomhedens historie, der beskriver hvor de kommer fra og hvor de er på vej hen. Det er også relevant at kende til virksomhedens produkter og hvor de afsætter disse. Dette afsnit stiller et kort fokus herpå, og skal ses som en introduktion til det kommende afsnit omkring strategisk analyse.

3.1 Netcompanys historie og forventninger til fremtiden ^{7 8}

Netcompany blev grundlagt af André Rogaczewski (nuværende administrerende direktør), Claus Jørgensen (direktør og næstformand i bestyrelsen) og Carsten Krogh Gomard i år 1999, og har derfor netop fejret selskabets tyvende leveår. Siden begyndelsen har virksomhedens fokus været på at udvikle komplekse og kritiske IT-løsninger for virksomheder. Det har desuden altid været en vigtig grundsten i Netcompanys forretningsmodel, at de skal kunne levere brugbare løsninger til den aftalte tid.⁹

I 2006 solgte ledelsen 60% af aktierne til kapitalfonden Axcel, med et ønske om at få en stærk finansiell partner ind i virksomheden der kunne understøtte og accelerere væksten. Axcel bidrog med et kapitaltilsagn på 6 mia. kr.¹⁰ Ønsket om vækst lykkedes, for i årene under Axcel's ejerskab voksede omsætningen fra 77 mio. kr. til 250 mio. kr. I januar 2011 solgte Axcel sin majoritetsaktiepost til ledelsen i Netcompany, og selskabet var nu tilbage på, primært de oprindelige stifters hænder.¹¹

I 2015 blev det anden gang i selskabets historie, at en kapitalfond købte sig ind i selskabet. Den norske kapitalfond FSN Capital købte lidt over 50% af aktierne for ca. 1,1 mia. kr.¹² Målet denne gang var at få tilført midler, så virksomheden kunne forsætte deres organiske vækst ved at tage yderligere markedsandele i Danmark. Samtidig muliggjorde

⁷ <https://www.netcompany.com/da/Om-os/Vi-er-Netcompany>

⁸ Netcompany - Retailbrochure

⁹ Netcompany – Offering Circular – side 117.

¹⁰ <https://ing.dk/artikel/axcel-kober-netcompany-72547>

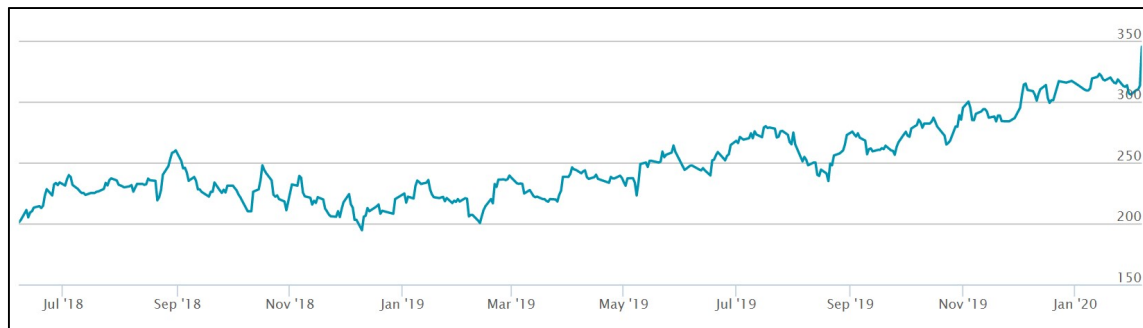
¹¹ <http://www.axcel.dk/presse/presse/axcel-s%C3%A6lger-netcompany/>

¹² <https://www.berlingske.dk/virksomheder/norsk-kapitalfond-koeber-sig-ind-i-guldrandet-it-firma>

kapitaltilførslen også international ekspansion via opkøb af udenlandske virksomheder. FSN Capital kunne også bidrage med viden i forhold til en potentiel børsintroduktion, som allerede fra købstidspunktet var udset til at ske inden for en overskuelig årrække.¹³

Børsintroduktionen blev bekræftet af selskabet i maj 2018, ca. 2,5 år efter FSN Capitals køb af aktiemajoriteten. Her blev ca. 40% af selskabets aktier udbudt til salg via fondsbørsen med første handelsdag d. 7. juni 2018.¹⁴ Udbudskursen blev sat til 155 kr. pr. aktie, hvilket var i den øvre halvdel af det udmeldte interval på 135-165 kr. pr. styk. Handlen åbnede på 180 kr. og steg løbende over dagen til en lukkekurs på 200 kr. pr. aktie.

Tabel 3.1 Netcompany aktiekursudvikling 07.06.2018 – 06.02.2020.



Kilde: Nasdaq OMX Nordic.

Som det fremgår af tabel 3.1 har aktiekursen gennemgået en markant positiv udvikling, dog med udsving undervejs. Ved offentliggørelsen af årsregnskabet 2019, d. 06.02.2020, var lukkekursen på aktien 345 kr. pr. styk hvilket svarer til en stigning på over 120 % i forhold til udbudskursen. I perioden er antallet af medarbejdere steget til ca. 2.500 samt omsætningen er steget til 2,454 mia. kr.¹⁵

Netcompany er i dag repræsenteret i seks lande, primært i Nordeuropa. I Nordeuropa er kontorerne placeret i Danmark, England, Norge, Holland og Polen.¹⁶ Derudover har Netcompany et kontor i Ho Chi Minh City i Vietnam. Erhvervelsen af de udenlandske kontorer er primært sket gennem virksomhedsopkøb.

¹³ <https://fsncapital.com/news/fsn-capital-iv-acquires-netcompany/>

¹⁴ Netcompany – Selskabsmeddelelse 2/2018

¹⁵ Årsrapport Netcompany 2019

¹⁶ <https://www.netcompany.com/da/Om-os>

I forbindelse med udgivelsen af årsrapporten for 2019, udgav administrerende direktør André Rogaczewski et brev med sit syn på fremtiden for Netcompany. Han forventer en organisk omsætningsvækst i niveauet 18 - 20% for 2020 samt en EBITDA-margin på omkring 26%. Derudover beretter bestyrelsesformand Bo Rygaard, at Netcompany ikke har set store opkøbsmål i horisonten, og at de over de kommende år vil fokusere på, at nedbringe Netcompanys gæld. Dette, sammenholdt med et stærkt frit cashflow, forventes at muliggøre udbyttebetaling til aktionærene startende i 2021 på baggrund af årsrapporten for 2020.¹⁷

3.2 Services og sektorer

Netcompany udvikler og vedligeholder IT-services der er samfunds- og forretningskritiske, og bidrager derved til deres kunders digitale omstilling.¹⁸ Netcompanys services omfatter blandt andet applikationsudvikling, kundeportaler til digital selvbetjening, e-handels løsninger til både B2B og B2C, CRM-implementering, ERP-løsninger samt dokument- og sagshåndtering. Derudover vedligeholder, videreudvikler og supporterer Netcompany eksisterende løsninger som oprindeligt er udviklet af tredje part.¹⁹

Netcompany udvikler deres løsninger til to hovedgrupper, bestående af den offentlige sektor og den private. Salget til den offentlige, bestående af stat, kommuner og regioner udgjorde 1.455,5 mio. kr. i regnskabsåret 2019 svarende til 59,32 % af virksomhedens omsætning. Salget til de private aktører, blandt andet bestående af finans-, retail-, service-, energi- og industrisektoren samt diverse organisationer, udgjorde 998,3 mio. kr. svarende til 40,68% af omsætningen. Af den samlede omsætning på 2.453,9 mio. kr. stammer 1.257,7 mio. kr. (51 %) fra udvikling og 1.196,1 mio. kr. (49 %) fra vedligehold.²⁰

¹⁷ Årsrapport Netcompany 2019

¹⁸ <https://www.netcompany.com/da/Om-os/Vi-er-Netcompany>

¹⁹ <https://www.netcompany.com/da/Services>

²⁰ Årsrapport Netcompany 2019

4. Strategisk analyse

En virksomheds strategi indeholder den grundlæggende retning for virksomheden, herunder dens "formel for at vinde".²¹ Strategien behandler hvilke markeder, virksomheden opererer indenfor, hvilke produkter virksomheden udvikler og tilbyder, hvilken værdi de udviklede produkter tilbyder kunderne samt hvordan konkurrencesituationen er for virksomheden.

For at kunne tage stilling til, hvordan Netcompanys strategiske position som udvikler af IT-løsninger til såvel det offentlige som erhvervsvirksomheder i Danmark er, samt til en nærmere vurdering af, hvordan selskabets egne vækstforventninger ses i forhold til brancheforventninger, er der behov for en strategisk analyse af Netcompany.

Analysen vil være opdelt i først en ekstern analyse og dernæst en intern analyse.

Resultaterne af den eksterne og den interne analyse samles i en SWOT-analyse. Analysen vil fokusere på det danske marked, som udgør ca. 75% af Netcompanys samlede salg²², og der vil således ikke blive analyseret på selskabets position på dets øvrige 5 geografiske markeder.

4.1 Eksterne analyser

Der vil i dette kapitel blive udarbejdet eksterne analyser til vurdering af, hvilke udefrakommende forhold, som påvirker Netcompany.

Formålet er at kunne besvare underspørgsmål 1 i problemformuleringen, omhandlende Netcompanys strategiske position på markedet for udvikling af IT-løsninger.

Den eksterne analyse vil blive opdelt i hhv. en PESTEL-analyse og Porters Five Forces.

4.1.1 PESTEL-analyse

Der er ved en ekstern analyse behov for at kunne analysere, hvilke udefrakommende faktorer, som kan have indflydelse på Netcompanys forretningsmodel og fortsatte muligheder for at øge deres omsætningsvækst. Det vil sige politiske-, økonomiske-, sociale-, teknologiske-, miljømæssige- og lovgivningsmæssige forhold.

²¹ Galbraith, Jay R.: The Star Model, 1960, side 2, <https://www.jaygalbraith.com/images/pdfs/StarModel.pdf>

²² Netcompany, Annual Report 2019

4.1.1.1 Politiske forhold

Danmark er et af de mest digitaliserede lande i EU, og vi har den mest digitaliserede offentlige sektorer i EU²³. Ifølge "Strategi for Danmarks digitale vækst" udarbejdet af den Danske Regering i 2018 skal Danmark have fuldt udbytte af den digitale omstilling, og strategien lancerer 38 initiativer, der skal bringe Danmark på forkant med den digitale udvikling, og skabe vækst og velstand til gavn for alle i samfundet²⁴. I forbindelse med fremlæggelse af strategien blev der afsat i alt 1 mia. kr. til initiativer frem mod 2025.

Der er således fra politisk side i Danmark et ønske om fortsat at understøtte den digitale udvikling, herunder også investeringer i IT-løsninger indenfor den offentlige sektor, hvilket er vigtigt for Netcompany, som sidder på 8,7% af det totale danske kernemarked for IT-løsninger³, og hvor den offentlige sektor udgør halvdelen af kunderne²⁵.

Politiske beslutninger omkring større offentlige investeringer i nye IT-løsninger, som skal håndtere store mængder data og mange brugere, stiller store krav til leverandører af disse. Der kan være tale om nyt Skoleintra-system, hvor Netcompany i 2019 leverede en ny løsning ved navn "Aula" med op imod 2 mio. brugere, et nyt BBR system til registrering af alle ejendomme i Danmark, som Netcompany leverede i 2017, eller en komplet digital platform for kommunikation mellem det offentlige og alle danskere ved navn Borger.dk, som Netcompany også har stået for udviklingen af, og hvor de i 2021 skal levere en ny it-løsning, som skal levere post fra det offentlige til borgere og virksomheder digitalt.

Politiske beslutninger om sikker opbevaring af data, som f.eks. databeskyttelsesforordningen GDPR fra 2016, stiller krav til udvikling af sikre IT-løsninger, og denne udvikling forventes at fortsætte i en fortsat mere digital verden.

I 2019 blev der fra regeringens side bebudet, at politiets og myndigheders mulighed for at overvåge det offentlige rum skal udvides²⁶. Det vil stille større krav til IT-løsninger til

²³ Netcompany, Annual Report 2019

²⁴ <https://em.dk/publikationer/2018/strategi-for-danmarks-digitale-vaekst/>

²⁵ Netcompany: Tag del i den digitale fremtid, maj 2018

²⁶ <https://www.dr.dk/nyheder/politik/statsministeren-bebuder-markant-mere-overvagning-i-danmark>

håndtering af data. Netcompany kunne i februar 2020 offentliggøre, at de havde vundet en ordre hos Rigspolitiet på 198,14 mio. kr.²⁷

4.1.1.2 Økonomiske forhold

Hvorvidt Netcompanys omsætning er påvirkelig af de økonomiske konjunkturer afhænger af, hvilke kunder og produkter, der er tale om.

På større IT-opgaver til det offentlige, vil der typisk være tale om meget dyre projekter med en flerårig projektperiode, som ikke bliver standset på grund af eventuel økonomisk stagnation i samfundet.

I den private sektor består Netcompanys primære marked af mellemstore og store selskaber med betydelige årlige IT-udgifter. Disse selskaber vil i mindre grad investere i nye IT-løsninger i forbindelse med en lavkonjunktur. Dog vil der altid være behov for vedligeholdelse af eksisterende IT-systemer; dette gælder såvel offentlige som private kunder.

Når det gælder IT-sikkerhedsløsninger vil der være tale om nødvendige investeringer for opfyldelse af gældende regler samt beskyttelse af værdifulde data. Dette gælder såvel offentlige som private kunder.

Eftersom langt den største udgiftspost i Netcompanys regnskab udgøres af lønomkostninger, vil indtjeningen i selskabet kunne påvirkes i negativ retning, såfremt der ved overenskomstforhandlinger aftales meget høje lønstigninger og/eller der kommer lønpres på kvalificeret arbejdskraft.

4.1.1.3 Sociale forhold

IT-anvendelse i den danske befolkning er både høj og fortsat stigende eftersom 86 % af danskerne i aldersgruppen 16-89 år i 2018 havde søgt information, hentet blanketter eller sendt oplysninger via offentlige myndigheders hjemmesider inden for det seneste år. Det

²⁷ <https://npinvestor.dk/nyheder/netcompany-vinder-ordre-hos-rigspolitiet-p%C3%A5-n%C3%A6sten-200-mio-kr>

svarer til en stigning på 9% i forhold til 2014. I samme aldersgruppe svarer 9 ud af 10, at de er tilmeldt Digital Post, hvilket er en stigning på 2% i forhold til 2017.²⁸

I samme undersøgelse svarer 8 ud af 10 i aldersgruppen 16-89 år, at de i fremtiden i høj grad eller nogen grad ser velfærdsteknologien (IT-løsninger som gør borgerne mere selvhjulpne) som en god mulighed.

4 ud af 5 danskere havde i 2018 handlet på nettet, hvilket er en stigning på 15 % i forhold til 2011⁸. Da vi samtidig lever længere og længere er det værd at bemærke sig, at "andelen af ældre e-shoppere er tredoblet i perioden fra 2011-2018."²⁹

Med Netcompanys markedsandel på 8,7 % i det danske kernemarked, er der fortsat et stort og stigende potentiale for øget omsætning.³⁰

Selvom markedet for IT-løsninger generelt har været i vækst over en årrække, kniber det med at tiltrække nok kvalificeret arbejdskraft. Der er nemlig stadig ikke nok der vælger at uddanne sig inden for IT-området, i forhold til efterspørgslen efter arbejdskraft med disse kompetencer. I en undersøgelse fra IT-Branchen viser det sig, at af de adspurgte virksomheder, har 45% af dem måttet opgive at besætte ledige IT-stillinger.³¹ Hvis ikke udviklingen vendes, og flere dermed uddannes med de rette IT-kompetencer, kan det betyde et øget lønpres eller alternativt at projekter må droppes, da stillingerne ikke kan besættes.

4.1.1.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling foregår i disse år med en hidtil uset hastighed og nye teknologier tages konstant i brug. Dette stiller til stadighed meget store krav til udvikling af moderne og effektive IT-løsninger af høj kvalitet.

Netop fokus på udvikling af IT-løsninger til ny teknologi er en vigtig del af Netcompanys strategi. Kunderne efterspørger nye differentierede og innovative IT-løsninger til afløsning for gamle IT-systemer. For at kunne klare sig i konkurrencen med andre og større IT-

²⁸ Danmarks Statistik, Publikationer, IT-anvendelse i befolkningen 2018

²⁹ Danmarks Statistik, Publikationer, Markant flere ældre i fremtiden

³⁰ Netcompany, Annual Report 2019

³¹ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/it-branchen-har-brug-for-hojere-faglighed>

serviceleverandører er det afgørende, at Netcompany fortsat kan tiltrække de dygtigste og bedst uddannede IT-fagfolk.

Innovation og differentiering er vigtigere end nogensinde også inden for udvikling af IT-løsninger til såvel offentlige og ikke mindste private kunder, og der stilles krav om IT-løsninger, som muliggør mere agile og fleksible måder at arbejde på³².

Netcompany ønsker at sætte standarden for IT-udvikling og blive den ledende digitale udfordrer i Danmark.

4.1.1.5 Miljømæssige forhold

Klimaudfordringer og bæredygtighed fylder meget i nyhedsstrømmen i dag, hvorfor det også er emner, som IT-branchen og herunder Netcompany må forholde sig til.

IT-branchen samarbejder med den danske regering om at reducere CO₂-udledningen blandt andet gennem udvikling af bæredygtigt software-design og grøn datalagring³³.

Der er krav om udvikling af nye teknologier til reduktion af CO₂-udslippet, og Netcompany ønsker at bidrage hertil.

4.1.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

Som leverandør af IT-løsninger til såvel det offentlige som det private marked er Netcompany underlagt en række lovgivningsmæssige forhold, som deres IT-løsninger skal overholde. Det være sig blandt andet i forhold til udbudsregler, sikkerhed, GDPR og rettigheder. De lovgivningsmæssige forhold er stigende og differentierede i forhold til hvilke kunder, som IT-løsningen er rettet imod.

Der kan blive rettet erstatningskrav mod IT-leverandøren for manglende overholdelse af regler og tidsfrister, hvilket skete i 2019, hvor KMD blev idømt at betalt 200 mio. kr. i kompensation til Skatteministeriet for virksomhedens ansvar for den fejlslagne udvikling af EFI – det kuldsejlede it-system til inddrivelse af offentlig gæld.³⁴

³² Netcompany: Publikationer: Tag del i den digitale fremtid, maj 2018

³³ <https://itb.dk/raadgivning/baeredygtighed-miljoe-csr/>

³⁴ <https://www.version2.dk/artikel/kmd-betaler-200-millioner-erstatning-kuldsejlet-efi-system-1087798>

4.1.1.7. Opsamling på PESTEL-analysen

De enkelte punkter i PESTEL-analysen, som er gennemgået ovenfor, har ikke ens betydning for Netcompany. Nedenfor gives vurdering af, hvor stor en indflydelse punkterne vurderes at have på Netcompany.

Tabel 4.1 PESTEL-analyse

PESTEL	Påvirkning	Betydning for Netcompany 1 = ingen betydning 10 = stor betydning
Politik	Offentlige IT-investeringer	10
	Politik for digital udvikling	7
Økonomi	Økonomiske konjunkturer	6
	Lønudvikling	8
Social	IT-anvendelse i samfundet	5
	Kvalificeret arbejdskraft	10
Teknologi	Innovation	9
	Teknologisk udvikling	6
Miljø	Klima/Bæredygtighed	2
Lovgivning	IT-sikkerhed	10
	Overholde indgåede aftaler	10

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses i tabel 4.1 under politiske forhold er de offentlige IT-investeringer vurderet til 10 med stor betydning for Netcompany, idet over halvdelen af deres omsætning kommer fra udvikling af IT-løsninger til offentlige virksomheder i Danmark. Politiske beslutninger om øget digital udvikling af samfundet har stor betydning for Netcompany, idet politiske beslutninger kan være med til at fremskynde investeringer i nye digitale løsninger indenfor såvel den offentlige sektor som private virksomheder i Danmark.

Når det gælder økonomi og udviklingen i de økonomiske konjunkturer i Danmark, vurderes dette ikke at have stor betydning for Netcompany, idet der typisk er tale om flerårige projektperioder, som ikke afbrydes som følge af en økonomisk lavkonjunktur. Desuden kan netop investering i nye, intelligente IT-løsninger være afgørende for virksomheders konkurrenceevne, effektivitet og dermed indtjening også under økonomisk vanskelige perioder. Endvidere kan offentlige virksomheder netop under en lavkonjunktur være

interesserede i at investere i nye IT-løsninger, idet der må forventes øget konkurrence blandt udbydere og dermed et vis prispres.

Derimod ses lønudviklingen indenfor IT-medarbejdere at have en relativ stor indflydelse på Netcompanys økonomiske resultater, idet lønomkostninger til medarbejdere udgør omkring 3/4 af de samlede omkostninger i virksomheden³⁵, og dermed vil overenskomstmæssige lønstigninger samt lønpres grundet mangel på kvalificeret arbejdskraft have stor betydning for indtjeningen i Netcompany samt deres konkurrencekraft.

Under sociale forhold vurderes den stigende IT-anvendelse i den danske befolkning at have mindre betydning af Netcompany, idet IT-anvendelsen ligger på et meget højt niveau og ikke ventes at falde, med baggrund i øget anvendelse af IT blandt befolkningen generelt og blandt yngre generationer specifikt.

Derimod vurderes evnen og muligheden for at tiltrække tilstrækkelig kvalificeret arbejdskraft at have stor betydning for Netcompany, idet netop dygtige medarbejdere er den vigtigste forudsætning for fortsat at kunne udvikle innovative og komplekse IT-løsninger og dermed klare sig i konkurrencen med øvrige aktører i markedet.

Under punktet teknologi er der medtaget innovation og teknologisk udvikling. Netcompanys evne til at være innovative og udnytte nye teknologier vurderes at have stor betydning for at vinde markedsandele, så længe de kan fremvise en høj kundetilfredshed, hvor de fortsat evner at levere IT-projekterne i den aftalte kvalitet og med tilstrækkelig IT-sikkerhed.

Når det gælder den teknologiske udvikling indenfor IT generelt, så vurderes dette ikke at have stor betydning for Netcompany, idet de netop ikke lever af at udvikle IT-hardware, men netop får glæde af nyt IT-hardware såfremt de forstår at implementere deres IT-løsninger i ny hardware.

³⁵ Netcompany, Annual Report 2019

Miljø og bæredygtighed fylder meget i den offentlige debat og har dermed også stor betydning for mange virksomheder. For Netcompany vurderes hensynet til miljø og bæredygtige løsninger ikke at have stor betydning, idet selskabets "produktion" ikke er miljøbelastende eller har et højt CO² aftryk. Som øvrige større virksomheder bør Netcompany udarbejde en CSR-rapport, hvilket de også gør.

Under punktet lovgivning er der medtaget betydningen af overholdelse af IT-sikkerhedskrav samt levering af IT-løsninger i henhold til indgåede aftaler. Begge forhold vurderes at have høj betydning for Netcompany, idet virksomheden nødvendigvis skal kunne dokumentere opfyldelse af gældende IT-sikkerhedskrav for at kunne levere og servicere IT-løsninger til såvel offentlige som private virksomheder. Det gælder eksempelvis overholdelse af GDPR-regler. Levering af IT-løsninger til aftalt tid og i den aftalte kvalitet vurderes at have afgørende betydning for fortsat vækst og indtjening, idet netop disse forhold har givet store bøder og dårlig omtale for andre IT-virksomheder over de senere år.

4.1.1.8. Kritik af PESTEL-analysen

PESTEL analysen tager udgangspunkt i allerede kendt viden, som er baseret på historiske oplysninger, hvorfor analysen med rette kan kritiseres for ikke at give svar på, hvilke muligheder selskabet har i det fremtidige marked. Netop IT-branchen må betegnes som en uforudsigelig og foranderlig branche.³⁶

Ved hjælp af PESTEL analysen kan selskabet blive klogere på udefrakommende forhold, men analysen i sig selv giver ikke noget svar på, hvordan sådanne udefrakommende forhold skal håndteres og løses.

4.1.1.9. Delkonklusion

Som opsamling på PESTEL analysen vurderes det, at især de politiske-, sociale-, teknologiske- samt lovgivningsmæssige forhold kan have betydning for Netcompanys konkurrencekraft.

Over halvdelen af Netcompanys omsætning kommer fra offentlige virksomheder og institutioner, hvorfor offentlige beslutninger om investeringer i nye IT-løsninger har stor

³⁶ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder – side 96.

betydning for Netcompany. Samtidig vil politiske beslutninger om øget digitalisering af det danske samfund give Netcompany øgede muligheder for omsætning.

Når det gælder de sociale forhold har det stor betydning, om der er tilstrækkelig kvalificeret arbejdskraft til rådighed for at Netcompany fortsat kan formå at præstere vækst. Der har de senere år været mangel på kvalificeret arbejdskraft indenfor IT-branchen, og for få unge vælger at uddanne sig indenfor IT i forhold til efterspørgslen. Dette kan begrænse Netcompanys muligheder for fortsat vækst samt give et lønpres.

Dernæst vurderes teknologiske forhold at have stor betydning for Netcompany, særligt når det gælder evnen til at udvikle nye og innovative IT-løsninger, idet de ellers bliver distanceret i konkurrencen fra andre IT-udviklere.

Endelig ses lovgivningsmæssige forhold at være meget vigtige for Netcompany. Det gælder overholdelse af gældende regler for IT-sikkerhed, GDPR mv., hvor kravene til stadighed øges samt risikoen for IT-sikkerhedsbrud generelt er stigende. Det gælder også overholdelse af aftaler, som Netcompany indgår med dets kunder omkring levering af IT-løsninger indenfor rammerne i de indgåede aftaler, herunder levering til aftalt tid, pris og kvalitet. Opfyldelse eller manglende opfyldelse af disse forhold har haft og har stor betydning for Netcompanys succes, og er en risikofaktor, hvilket gentagne IT-skandaler hos andre IT-udviklere gennem årene med al tydelighed har vist.

4.1.2. Porters Five Forces

Til at analysere konkurrencesituationen i branchen for udvikling af IT-løsninger, samt Netcompanys position heri, vil der i dette kapitel blive anvendt modellen Porter's Five Forces udviklet af Michael E. Porter³⁷. Ifølge Porter er der følgende fem forhold, som er bestemmende for konkurrencen indenfor en bestemt branche³⁸:

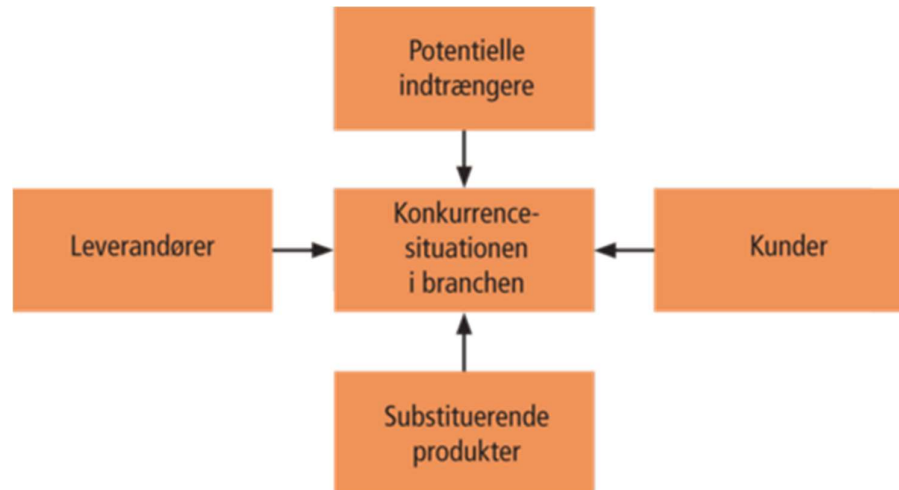
- Truslen fra nye indtrængere
- Kundernes forhandlingsmagt
- Truslen fra substituerende produkter

³⁷ Michael E. Porter, Competitive Strategy, 1980

³⁸ Anders Drejer, Strategi på kanten, 2019

- Leverandørernes forhandlingsmagt
- Intensiteten af den indbyrdes rivalisering mellem branchens virksomheder

Figur 4.1 Porters Five Forces



Kilde: Michael E. Porter

4.1.2.1 Potentielle indtrængere

Det vurderes, at markedet for udvikling af IT-løsninger til erhvervslivet og det offentlige er et attraktivt marked, idet der iflg. Netcompany er tale om et marked i fortsat vækst³⁹, og hvor der efterspørges meget store og komplekse IT-løsninger, som er udviklet specifikt til den enkelte bruger. Der er dermed mulighed for at differentiere sig i forhold til andre leverandører og skabe nye, innovative løsninger.

Den høje kompleksitet og specialiserede projekter gør det svært for mindre IT-serviceleverandører at trænge ind på markedet. Der vil således være tale om høje udviklingsomkostninger og behov for specialuddannede IT-udviklere for at kunne tilbyde konkurrencedygtige IT-løsninger til det segment, som Netcompany arbejder indenfor. Modsat kan den høje kompleksitet medvirke til, at større internationale IT-selskaber ser en mulighed for at byde på større opgaver, som kommer i udbud og dermed presse prisen.

Når det gælder udvikling af IT-løsninger til det offentlige er det en indtrængningsbarriere, at der stilles høje krav til sikkerhed og driftsstabilitet i sådanne IT-systemer. Med Netcompanys

³⁹ Netcompany, Annual Report 2019

efterhånden veludbyggede referenceliste på levering af IT-løsninger til offentlige myndigheder i Danmark, ses denne indtrængningsbarriere som en konkurrencefordel for Netcompany.

Krav om service i forbindelse med implementering og drift af komplekse IT-løsninger vægter højt hos brugerne i Danmark, hvilket gør det svært for større udenlandske IT-leverandører, som ikke er fysisk tilstede i Danmark samt for mindre IT-leverandører, som ikke kan tilbyde dette.

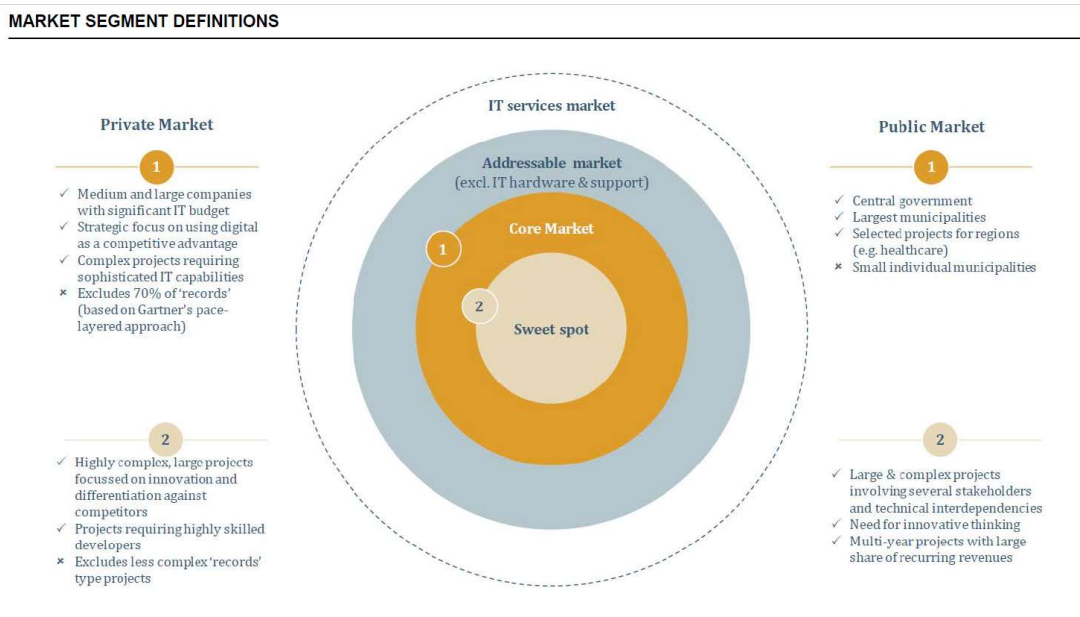
Samlet set vurderes indtrængningsbarriererne til branchen at være høje, hvilket er en fordel for de selskaber, som er i branchen – herunder Netcompany, og det gør det svært for eventuelle konkurrenter at trænge ind på markedet.

4.1.2.2 Kunder

Netcompanys kunder kan groft opdeles i 2 kategorier:

- Offentlige virksomheder og institutioner
- Erhvervsvirksomheder

Figur 4.2 Netcompanys markedssegmenter



Kilde: Nordea, Commissioned Research, 2018, side 9

For Netcompany udgør de offentlige virksomheder og institutioner 63 % af omsætningen og erhvervsvirksomhederne udgør de resterende 37 % af omsætningen⁴⁰. Aftaler med offentlige virksomheder og institutioner løber ofte over en lang periode på op til 7 år, hvorimod opgaver for private erhvervsvirksomheder typisk er færdige efter 1½-2 år.

Det forventes, at der fortsat vil være en stigende efterspørgsel efter IT-løsninger indenfor såvel det offentlige på + 21% samt de private virksomheder +13 % (stigning i omsætning iflg. Netcompanys årsregnskab for 2019). Der er et ønske og behov for fortsat udvikling af intelligente og brugervenlige IT-systemer til løsning af interne og kundevedtede opgaver i forhold til borgere og virksomheder.

Med baggrund i tidligere nævnte høje indtrængningsbarrierer vil den stigende efterspørgsel efter IT-løsninger betyde, at de nuværende leverandører (herunder Netcompany) forventeligt vil opleve stigende efterspørgsel og dermed øget omsætning.

Eftersom der stilles høje krav til IT-løsningernes kompleksitet, sikkerhed og kapacitet ses kundernes forhandlingsstyrke som reduceret.

Modsat vil konkurrencen fra navnlig større, udenlandske IT-selskaber skabe flere muligheder for kunderne til at vælge alternative løsninger og dermed kunne påvirke priserne til gunst for kunderne.

4.1.2.3 Substituerende produkter

Indenfor IT-branchen er der fortsat tale om meget høj vækst med udvikling af nye teknologier og løsninger. Nye måder at arbejde med IT på udvikles og implementeres i stadig hurtigere tempo. Evnen til at kunne udvikle nye, sikre og brugervenlige IT-systemer afgør, om selskaber som Netcompany fortsat har vækstpotentiale. I modsat fald risikerer de at blive overhalet "indenfor" af nye teknologier og løsninger.

⁴⁰ Netcompany, Annual Report 2019

Dog har Netcompany den afgørende fordel, at de ikke selv udvikler hardwaren til deres IT-løsninger, hvorfor de hele tiden kan vælge nye teknologier til, i deres udvikling af komplicerede IT-løsninger til kunderne.

Evnen til at holde substituerende produkter ude af markedet beror hermed primært på, om hvorvidt Netcompany fortsat kan tiltrække, udvikle og fastholde de bedste medarbejdere til udvikling af nye IT-systemer.

4.1.2.4 Leverandører

Netcompany udvikler selv deres IT-løsninger til kunderne, men det sker på basis af en lang række teknologier som eksempelvis Microsoft SharePoint, Java, Dynamics CRM og Sitecore.⁴¹ Dermed er Netcompany underlagt nogle standard IT-systemer fra deres leverandører, som de må udvikle deres IT-løsninger ud fra. Det vurderes, at Netcompany har en begrænset mulighed for at stille krav til leverandørerne af IT-systemer, idet der typisk er tale om store og dominerende selskaber på verdensmarkedet, hvor Netcompany kun er en lille kunde.

For at kunne levere IT-løsninger til offentlige virksomheder og institutioner samt større private virksomheder, stilles der krav en række krav om f.eks. sikkerhed, som Netcompany skal kunne dokumentere. Dermed skal deres leverandører også kunne dokumentere opfyldelse af disse krav.

Det vurderes dermed, at Netcompany har en begrænset forhandlingsstyrke overfor deres leverandører af IT-systemer, hvilket også medvirker til, at prissætningen på systemerne kan være høj og svær at forhandle.

4.1.2.5 Konkurrencesituationen i branchen

Det samlede marked for IT-løsninger i Danmark blev i 2019 opgjort til en værdi af 41 mia. kr. og forventes at have en annualiseret årlig vækstrate på 2-3 % fra 2019 til 2022⁴².

Netcompanys kernemarked for IT-løsninger i Danmark blev i 2019 opgjort til en værdi af 21

⁴¹ <https://www.netcompany.com/da/services/applikationsvedligehold>

⁴² Netcompany Annual Report 2019

mia. kr. og Netcompany havde i 2019 en markedsandel på 8,7% indenfor dette kernemarked²¹.

Branchen er domineret af store spillere som KMD, EG, IBM og DXC (tidligere CSC) som alle har været indenfor branchen gennem mange år har store markedsandele. Men Netcompany har vundet markedsandele bl.a. som følge af, at flere af de etablerede konkurrenter i nogle år blev ramt af fejlslagne IT-projekter primært indenfor det offentlige, samtidig med at Netcompany i mange tilfælde kan levere komplette IT-løsninger til en lavere pris end konkurrenterne.

Netcompany voksede i 2019 med 24% på den danske del af forretningen⁴³ og mere end 90% af Netcompanys omsætning i det seneste regnskabsår for 2019 blev genereret af eksisterende kunder²¹.

4.2.1.6 Opsamling på Porters Five Forces

Figur 4.3 Porters Five Forces, Netcompany

	Beskrivelse af den pågældende faktor	Vurdering set i forhold til Netcompany
Potentielle indtrængere	Høje indtrængningsbarrierer Referencer Service	Middel
Kunder	Offentlige institutioner Større erhvervskunder	Lav
Substituerende produkter	Høj vækst Nye teknologier Innovation	Middel
Leverandører	Få og multinationale Høje sikkerhedskrav	Høj
Konkurrencesituationen i branchen	Marked i vækst Markedsandel Hård konkurrence Track record	Middel / Høj
Sammenfattet konklusion		Middel / Høj

Kilde: Egen tilvirkning

⁴³ Danske Bank, Analyse Netcompany, feb. 2020

Konkurrencen fra nye indtrængere vurderes ikke som værende kritisk for Netcompany, idet der er høje indtrængningsbarrierer i forhold til det segment, som Netcompany henvender sig til, nemlig driftssikre og komplekse IT-løsninger til offentlige og private virksomheder. Projekternes omfang og kompleksitet vil afholde mange mindre konkurrenter fra at byde på projekterne. Modsat vil IT-projekternes størrelse og kompleksitet gøre det attraktivt for større samt internationale IT-virksomheder at byde på opgaverne. Netcompanys referenceliste samt mulighed for at servicere kunden i Danmark vurderes ligeledes som indtrængningsbarriere.

Kundesammensætning i forhold til omsætning hos Netcompany er 2/3 offentlige virksomheder og institutioner samt 1/3 erhvervsvirksomheder. Der er ofte tale om meget store, komplekse og kritiske IT-løsninger, hvilket kan gøre det svært for kunderne at få bud fra flere udbydere med deraf følgende mulighed for, at forhandle den samlede projektpriis ned.

Fortsat høj vækst i IT-branchen med udvikling af nye substituerende IT-løsninger tilpasset nye teknologier kan være en udfordring for Netcompany, såfremt de ikke kan tilbyde de bedste, sikreste og mest innovative IT-løsninger, men derimod bliver overhalet af andre løsninger og teknologier. For at imødegå denne trussel, er det afgørende, at Netcompany fortsat kan tiltrække og uddanne de dygtigste IT-medarbejdere til udvikling af nye, innovative IT-løsninger på baggrund af de nyeste teknologier indenfor IT.

Netcompanys IT-løsninger bygger på IT-systemer, som leveres af store og multinationale IT-selskaber, hos hvilke Netcompany anses som en lille kunde. Samtidig stiller de høje sikkerhedskrav til IT-løsningerne og store krav til leverandørerne omkring kvaliteten i deres IT-systemer. Samlet vurderes det, at leverandørerne har en høj forhandlingsmagt overfor Netcompany.

Konkurrencesituationen i branchen vurderes ud fra et marked i fortsat vækst, hvor Netcompany har en relativ lille markedsandel. Konkurrencen fra store spillere, som har været i markedet i mange år og har opbygget en stor markedsandel er høj. Samtidig er flere

af de etablerede konkurrenter ramt af dårlig omtale eller deciderede IT-skandaler på grund af udvikling og levering af fejlslagne IT-projekter. Netcompanys høje effektivitet og selektive udvælgelse af IT-projekter, som de byder på, gør, at de i mange tilfælde kan konkurrere på prisen.

Samlet set vurderes konkurrencesituationen i branchen at have middel til høj betydning for Netcompany.

4.1.2.7 Kritik af Porters Five Forces

Porters Five Forces tager udgangspunkt i en meget overordnet og ikke særlig detaljeret vurdering af en branche hér og nu. Netop IT-branchen er en branche, hvor udviklingen af nye IT-løsninger går stærkt, hvilket åbner op for høj risiko for konkurrenter og substituerende produkter.

De fem faktorer vægtes lige højt i modellen, hvilket sjældent er gældende. I tilfældet med Netcompany vil eksempelvis kunderne vægte højere end potentielle indtrængere, idet der ofte er tale om meget store IT-projekter med en lang løbetid, hvor indtrængningsbarriererne er høje.⁴⁴

Modellen tager ikke højde for, at der ved vurdering af konkurrencesituationen kan være tale om indgåede samarbejder eller strategiske alliancer mellem konkurrenter.

4.2. Intern analyse

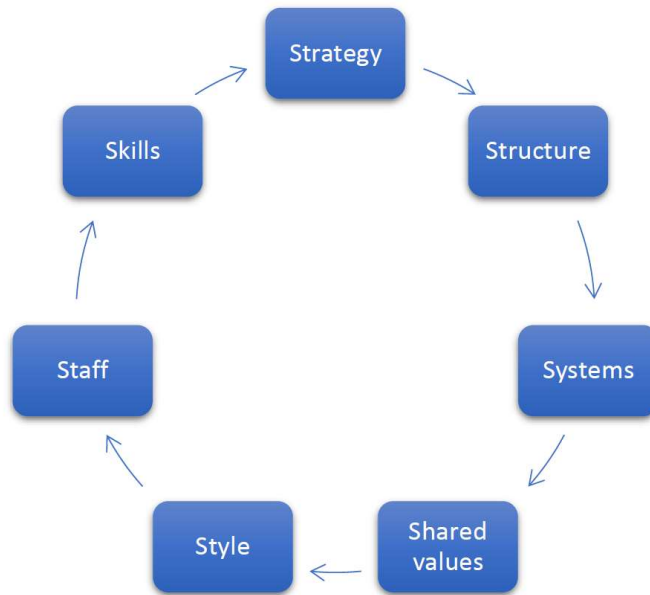
Der vil i dette afsnit være fokus på de interne forhold og strategier i Netcompany, der er medvirkende til at skabe den konkurrencekraft og vækst, som Netcompany kan fremvise. Der tages udgangspunkt i 7S-modellen udviklet af McKinsey, Ansoffs udvidede vækststrategier samt Michael Porters konkurrencestrategier og værdikædeanalyse.

4.2.1 7S-modellen

Modellen analyserer en virksomheds interne forhold og består af følgende 7 elementer:

⁴⁴ Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder – side 119.

Figur 4.4 7S-modellen



Kilde: McKinsey⁴⁵

Modellen kan vise sammenhængen mellem de interne forhold i virksomheden, og hvordan de spiller sammen i en fremadrettet strategi.

4.2.1.1 Strategy

Hvad er Netcompanys strategi for at opnå fortsatte konkurrencefordele indenfor IT-løsninger til offentlige og private kunder i Danmark?

Netcompany har de senere år opnået høje vækstrater og taget markedsandele fra de store, etablerede konkurrenter i IT-branchen. Dette er især sket ved at være konkurrencedygtig på prisen, samtidig med at man leverer høj kvalitet og til tiden. Netop disse forhold er noget, som IT-leverandører har haft store problemer med gennem tiden, og som har resulteret i store IT-skandaler med kuldsejlede IT-projekter eller overskredne budgetter. Ved at opbygge lokale referencer og relationer udbygges muligheden for at vinde yderligere markedsandele.

Netcompany har udpeget 6 elementer i deres metode til at opnå konkurrencefordele:

⁴⁵ <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/enduring-ideas-the-7-s-framework>

Operationelt management:

Deres forretningsmodel indeholder princippet om at lade IT-fagfolk lede IT-fagfolk. Lederne i Netcompany skal være involveret i de enkelte projekter for at sikre kvalitet og levering til aftalt tid.

Ingen sælgere:

Kundekontrakterne forhandles ikke på plads af sælgere men af de IT-fagfolk, som også er ansvarlige for projekternes gennemførelse. Dermed opnås bedst mulig budgettering af pris og tid på projektet.

Empirisk innovation:

Netcompany ønsker at være helt fremme i udviklingen af nye IT-løsninger til deres kunder, hvilket i høj grad udvikles i samarbejde med kundernes ønsker og gode idéer, hvilket også kan genbruges i forhold til andre kunder.

Talent:

Succesen for Netcompany over de senere år har været afhængig af deres evne til at tiltrække og fastholde de dygtigste IT-fagfolk. Dette er fortsat gældende i deres fortsatte vækststrategi.

De har udviklet en model for talent og karriereudvikling som har gjort dem til et attraktivt tilvalg, for de bedste kandidater fra universiteterne.

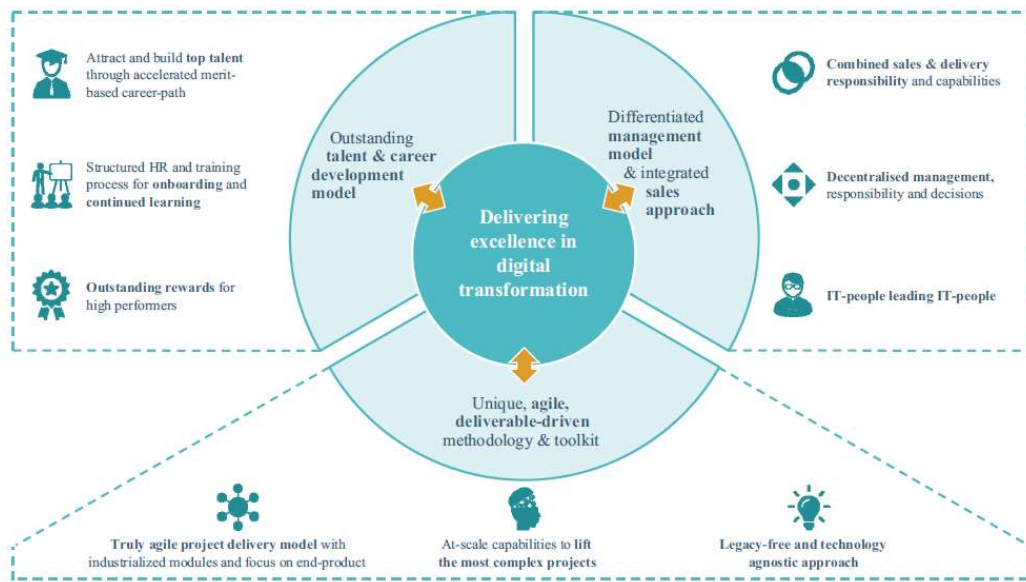
Decentraliseret ansvar:

Der er i organisationen en udstrakt grad af decentral beslutningskompetence. De enkelte projektledere bestemmer selv, hvordan projektopgaverne skal løses.

Resultatorienteret metode:

Måden hvorpå projektopgaverne løses på er hele tiden med fuld fokus på slutproduktet. Det vigtigste er at komme i mål med den rette kvalitet, i rette tid og til den aftalte pris. Det er mindre vigtigt, hvordan opgaven processes.

Figur 4.5 Netcompanys konkurrencemæssige styrker



Kilde: Netcompany⁴⁶

4.2.1.2 Structure

"IT-folk der leder IT-folk" er kernen i Netcompanys decentraliserede ledelsesmodel⁴⁷.

Netcompany ledes i dag fortsat af de personer, som stiftede selskabet i 2000, herunder CEO André Rogaczewski, som er uddannet cand. scient. i datalogi. Hans rolle er sammen med den øvrige direktion at lede virksomheden i henhold til de strategi- og handlingsplaner som vedtages i samarbejde med selskabets bestyrelse.

Virksomheden opererer i dag i seks lande, og det er derfor vigtigt, at virksomhedens decentrale ledelsesmodel implementeres overalt i virksomheden, hvilket er én af grundene til deres succes.

4.2.1.3 Systems

Udgangspunktet for måden hvorpå Netcompany strukturer sine arbejdsgange er som tidligere nævnt, at man lader IT-fagfolk lede IT-fagfolk. Det gør sig gældende gennem alle processer i IT-opgaver, herunder vurdering og beskrivelse af opgaven, udfærdigelse af tilbud

⁴⁶ Netcompany Offering Circular, 2018, side 119

⁴⁷ <https://www.netcompany.com/da/Om-os>

samt opgaveudførelsen. Dermed sikres, at man ved afgivelse af tilbud ikke lover mere, end man kan holde ved opgavens udførelse. Og risikoen for at opgaven bliver dyrere end budgetteret minimeres væsentligt.

4.2.1.4 Shared values

I Netcompany har man et sæt værdier, som udgør selskabets værdigrundlag, og som medarbejdere i hele koncernen kender til og arbejder efter. Der er tale om grundværdier, som selskabet ikke går på kompromis med.

De 4 grundværdier er⁴⁸:

- **Vi tager ansvar**

Netcompany tager ansvar for, at deres kunder bliver succesfulde. Dette sker gennem kontinuerlig levering af IT-løsninger i høj kvalitet, til tiden og til aftalt pris. I forhold til medarbejderne tager Netcompany ansvar for at finde og realisere hver enkelt medarbejders talent gennem markedets bedste karrieremodel.

- **Forretningsfokus**

Der er i Netcompany fokus på at kombinere faglig kompetence med hurtighed og fleksibilitet. Den forretningsmæssige kompetence er bred, og med deres indsigt i nyeste teknologier sikres IT-løsninger, som er teknisk solide, organisatorisk forankrede og som leverer de ønskede økonomiske resultater.

- **Tæt på kunden**

I Netcompany ønsker man et tæt samarbejde med kunderne, så kvalitet og forankring sikres bedst muligt. Der arbejdes "med" kunderne i stedet for "for" kunderne, hvilket typisk betyder, at man arbejder på samme lokation som kunderne. Netcompanys medarbejdere skal være professionelle, fleksible og ansvarsbevidste, og de skal levere top-resultater hver gang sammen med selskabets kunder.

⁴⁸ Netcompany Annual Report 2019

- **Kultur og værdier**

Nøglen til succes for Netcompany og evnen til at fastholde en position som den dygtigste og hurtigst voksende IT-leverandør er selskabets medarbejdere. Man satser derfor på en forretningsmodel, hvor der kontinuerligt fokuseres på udvikling af medarbejdere til de bedste i branchen. Karriereudvikling er vigtig for såvel medarbejder som Netcompany.

4.2.1.5 Style

Netcompany har todelte ledelse i form af en bestyrelse og en direktion.

Bestyrelsen har det overordnede ansvar for ledelse af Netcompany, hvilket primært sker gennem ansættelse og tilsyn med selskabets direktion. Bestyrelsen har ansvar for selskabets strategi, økonomi og direktion.

Direktionen har ansvaret for selskabets daglige drift. Netcompanys direktion består af CEO André Rogaczewski, COO Claus Jørgensen og CFO Thomas Johansen.

Derudover har man i Netcompany optaget et antal partnere og landechefer, som har strategisk betydning for selskabet, og som det er vigtigt at have tilknyttet selskabets ejerkreds for at opnå gensidigt commitment.

4.2.1.6 Staff

Netcompany beskæftiger ca. 2.500 medarbejdere og har alene i 2019 ansat mere end 500 nye medarbejdere⁴⁹.

I Netcompany har man en HR-strategi som er grundet i, at Netcompanys succes afhænger af deres evne til at tiltrække og fastholde de dygtigste IT-fagfolk på markedet. De er ambitiøse og der er "højt til loftet" således at talentet hos den enkelte medarbejder for lov at udvikle sig maksimalt. Selskabet har derfor en model for talent og karriereudvikling, som har gjort, at Netcompany er et attraktivt tilvalg for mange af de bedste kandidater fra de førende universiteter.⁵⁰ Netop andelen af yngre ansatte er markant, idet de ansatte i Netcompany

⁴⁹ Netcompany Annual Report 2019

⁵⁰ Netcompany Annual Report 2019

har en gennemsnitlig alder på 33 år, hvilket er omkring 5 år yngre end hos de danske konkurrenter⁵¹.

Selskabet rapporterer at medarbejdertilfredsheden er høj og at arbejdspladsen omtales som attraktiv²⁵.

4.2.1.7 Skills

Netcompanys kernekompetencer er levering af IT-løsninger i høj kvalitet, leveret til tiden og til den aftalte pris. Netop forholdet omkring overholdelse af leveringstidspunkt er afgørende for Netcompanys succes, og selskabet er ét af de få aktører indenfor IT-branchen, som kan præstere dette. Overskridelse af tidsrammen for IT-projekter er sædvanligvis meget kostbart for leverandøren, idet betalingen for projektet oftest er fast og der er indbygget dagbøder ved forsinket levering. Dette er med til at fastholde en høj driftsindtjening på over 25% af omsætningen, hvilket er højere end hos deres konkurrenter. Deres forretningsmodel genererer en meget høj pengestrøm, idet de årlige vækstrater på omkring 20% hovedsageligt alene fordrer ansættelse af nye medarbejdere og IT til disse.

Det unikke ved Netcompany er endvidere, at de har en meget høj succesrate på nye opgaver, hvor de vinder mange af de opgaver, som de byder på. En del af forklaringen herpå er, at de kan levere løsninger i den aftalte kvalitet til priser, som er billigere end konkurrenterne.

For at kunne fastholde og udvikle succesen er Netcompany afhængig af fortsat at kunne tiltrække nye, dygtige medarbejdere, som bliver en del af vinderkulturen i selskabet. Dette kan være en udfordring i fremtiden.

4.2.1.8 Kritik af 7S-modellen

McKinsey's 7S-model til intern analyse af den strategiske udvikling har sin styrke i, at den medtager såvel traditionelle elementer som strategi og organisation, men også de mere bløde værdier som kultur og medarbejdere, hvilket vurderes særdeles relevant i forhold til Netcompany, som netop har en stærk vinderkultur og er meget afhængig af dygtige medarbejdere.

⁵¹ <http://www.blsinvest.dk/company/netcompany/>

Dog kan det være svært ud fra modellen at vurdere sammenhængen mellem de enkelte elementer i modellen og deres indbyrdes indflydelse, ligesom modellen ikke har fokus på vurdering af virksomhedens evne til innovation og kundefokus, hvilket i Netcompanys tilfælde vurderes særdeles relevant.⁵² Nævnte forhold behandles derfor efterfølgende i analyse af vækststrategier, konkurrencestrategier og værdikæde.

4.2.1.9 Delkonklusion

Samlet set kan det ud fra 7S-modellen konkluderes, at Netcompany med baggrund i deres unikke forretningsmodel evner at gennemføre deres strategi om at levere avancerede IT-løsninger til tiden, til prisen og i den aftalte kvalitet. Dette sker gennem ansættelse af højtuddannede IT-folk overalt i organisationen, således at det er uddannede IT-folk som besætter lederposter, sælger, udvikler og sørger for implementering af IT-løsningerne. Der er høj forretningsfokus og en stærk performancekultur i organisationen, hvor der især ansættes mange yngre IT-folk, som får lov til at udvikle sig gennem uddannelsesprogrammer i Netcompany. Selskabets evne til fortsat at opretholde og skalere deres unikke forretningsmodel er afhængig af, at de uændret kan tiltrække dygtige IT-folk i organisationen.

4.2.2 Vækststrategier

Med Netcompanys historisk stærke vækst er det særdeles interessant at analysere, hvilken strategi de anvender til at overgå konkurrenterne og dermed vinde markedsandele. Til vurdering af vækststrategien i Netcompany anvendes Ansoffs udvidede vækststrategi:

⁵² Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Strategi i vindervirksomheder – side 224.

Figur 4.6 Ansoffs udvidede vækststrategi

Intensivering	Integration	Diversifikation
Omfatter strategierne markedsindtrængning, markedsudvikling og produktudvikling i henhold til Ansoffs vækstmatrice.	Omfatter opkøb af leverandørvirksomhed, kundevirksomhed eller konkurrerende virksomhed. Der tales i den forbindelse om henholdsvis vertikal og horisontal integration.	Omfatter oprettelse af nye SBU'er i virksomheden. Forkortelsen står for Strategic Business Unit, dvs. strategisk forretningsenhed.

Kilde: Systime Virksomhedsøkonomi⁵³

Ansoffs vækstmatrice viser virksomhedens vækstmuligheder på nuværende eller nye produkter og på nuværende eller nye markeder med fokus på fire vækststrategier:

produktudvikling, diversifikation, markedsindtrængning og markedsudvikling.

Produktudvikling dækker udvikling af nye produkter på nuværende marked, og det forventede salg vil derfor være behæftet med større usikkerhed end ved eksisterende produkter.

Diversifikation er, hvor virksomheden prøver at sælge et nyt produkt på et nyt marked, hvilket er behæftet med endnu større usikkerhed. Diversifikation indgår også i Ansoffs udvidede vækstmatrice.

Markedsindtrængning er en vækststrategi med fokus på at øge salget af eksisterende produkter på eksisterende marked. Dette vil primært ske ved at tage markedsandele fra konkurrenterne i branchen samt øge markedsandelen i et vækstmarked.

Ved markedsudvikling er der tale om, at virksomheden forsøger at vækste ved at gå ind på nye markeder med eksisterende produkter. Eftersom virksomheden har mindre kendskab til nye markeder end eksisterende markeder, vil vækstmulighederne med fokus på markedsudvikling være behæftet med nogen risiko.

I Ansoffs udvidede vækstmatrice er der tale om tre vækststrategier – intensivering, integration og diversifikation.

⁵³ <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3399>

Intensivering omhandler tre af vækststrategierne fra Ansoffs vækstmatrice, nemlig produktudvikling, markedsindtrængning og markedsudvikling. Ved anvendelse af denne strategi har virksomheden fokus på en kontrolleret vækst, hvilket sædvanligvis sker som organisk vækst.

Ved integration som vækststrategi ønsker virksomheden at skabe vækst via strategiske opkøb af andre virksomheder. Det kan ske som vertikal integration, hvor der opkøbes virksomheder indenfor værdikæden. Det være sig leverandører, virksomheder eller kundevirksomheder. Eller det kan ske som horisontal integration, hvor virksomheden opkøber en konkurrerende virksomhed.

Diversifikation er som omtalt ovenfor en vækststrategi, hvor virksomheden forsøger at komme ind på et nyt forretningsområde via oprettelse af nye forretningsenheder internt i virksomheden.

Netcompany anvender intensivering som primær vækststrategi ud fra en organisk vækst ved hjælp af udvikling af komplicerede IT-løsninger til eksisterende og nye kunder på eksisterende markeder, hvilket hovedsageligt drejer sig om det danske marked, som udgør 75 % af den samlede omsætning⁵⁴.

Men Netcompany anvender også integration som vækststrategi via opkøb af konkurrenter primært i andre lande. Selskabet har indtil nu foretaget følgende opkøb:

Maj 2019: køb af hollandsk IT-virksomhed Q Delft B.V. med 105 ansatte.

Okt. 2017: køb af engelsk IT-virksomhed Hunter MacDonald Ltd med 350 ansatte.

Okt. 2016: køb af norsk IT-virksomhed Mesan AS med 120 medarbejdere.

Der er tale om relativt mindre virksomheder, som operer indenfor samme segmenter som Netcompany. Netcompanys vækststrategi er fortsat vækst på nye markeder gennem opkøb og selskabet angiver selv, at nye markeder for vækst kan være Sverige og Finland ²⁸

⁵⁴ Netcompany Annual Report 2019

Sverige er et stærkt digitaliseret marked, som har store ligheder med det danske IT-marked. I 2017 lancerede den svenske regering en ny digital strategi med en vision for en bæredygtig digital transformation og en målsætning om, at Sverige skal blive markedsledende indenfor udnyttelse af mulighederne for digital transformation⁵⁵

Finland rangerer øverst indenfor digital udvikling af alle lande i EU og er det hurtigst voksende IT-marked i EU. Der er en høj digitaliseret offentlig sektor, og hovedparten af befolkningen i Finland har grundlæggende eller avancerede digitale færdigheder over gennemsnittet i EU⁵⁶

Såvel Sverige som Finland vurderes derfor som oplagte for Netcompany at søge vækst i, idet Netcompany har stor styrke og erfaring med salg af avancerede IT-løsninger til netop den offentlige sektor / selskaber, og eftersom der kun er nogle større, etablerede spillere på disse to markeder.

Det er afgørende for den fremtidige vækst, at Netcompany kan bevise, at deres succesfulde forretningsmodel i Danmark kan skaleres og kopieres til deres udenlandske enheder og fremtidige opkøb.

Netcompany angiver selv en periode på mellem 3 og 5 år inden et opkøbt selskab er fuldt integreret i Netcompany og leverer på samme høje niveau som selskabets øvrige afdelinger.

4.2.2.1 Delkonklusion

Med baggrund i ovenstående analyse kan det konkluderes, at Netcompany primært anvender intensivering og integration som vækststrategier.

Gennem intensivering har Netcompany over flere år leveret stabile og høje vækstrater på deres eksisterende primære marked indenfor offentlige og private virksomheder i Danmark.

⁵⁵ <https://www.government.se/information-material/2017/06/fact-sheet-for-sustainable-digital-transformation-in-sweden--a-digital-strategy/>

⁵⁶ The Digital Economy and Society Index (DESI) 2018 and 2019

Deres track record er høj og deres referenceliste er flot med flere store, gennemførte IT-projekter som eksempelvis AULA (kommunikationsløsning for mere end 2,3 mio. mennesker indenfor uddannelsessystemet), Borger.dk (offentlig selvbetjening for alle borgere i Danmark) og nyt bagagehåndteringssystem i CPH Københavns Lufthavn, som er Nordens største med mere end 30 mio. passagerer om året og ca. 25.000 medarbejdere.

Ligeledes har Netcompany anvendt integration som vækststrategi gennem vellykkede opkøb af konkurrerende virksomheder via en horisontal integration.

Det vurderes afgørende for fastholdelsen af nuværende og forventede fremtidige vækstrater i Netcompany, at de evner fortsat at produktudvikle nye IT-løsninger med høj succesrate i projektaflevering, kan fastholde en høj kundetilfredshed og gennemføre højt gensalg til eksisterende kunder. Desuden vurderes det vigtigt, at Netcompany kan foretage intelligente opkøb af konkurrerende virksomheder på nye markeder, og kan få disse opkøb integreret efter samme succesfulde forretningsmodel som i resten af organisationen.

4.2.3 Konkurrencestrategier

Med Netcompanys stærke historiske årlige vækst i niveauet 20 til 25 % og en fortsat strategi om høj organisk vækst i niveauet 18 til 20 % i 2020, er det i den interne strategiske analyse vigtigt at undersøge, hvilken konkurrencestrategi Netcompany vælger for at vinde i konkurrencen med de øvrige aktører på markedet for avancerede IT-løsninger til såvel den offentlige som den private sektor.

I den eksterne strategiske analyse af konkurrencen indenfor IT-løsninger i Danmark jf. pkt. 4.1.2.5, fokuseres på udviklingen i det samlede marked samt udviklingen i markedsandele mellem de enkelte konkurrenter i markedet.

I den interne strategiske analyse fokuseres på, hvad Netcompany selv kan gøre for at øge deres konkurrencekraft i forhold til de andre IT-udbydere og fortsat vinde markedsandele. Til vurdering af hvilke strategier Netcompany anvender til at være konkurrencedygtig, tages der udgangspunkt i Michael Porters model for konkurrencestrategier.

Figur 4.7 Michael Porters konkurrencestrategier

Konkurrenceforhold		
Stor andel af totalmarked	Omkostningsleder	Differentiering
	Lav pris	Høj pris
Lille andel af totalmarked	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering
	Lav pris	Høj pris

Kilde: Lynggaard, Peter: *Driftsøkonomi*, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag.

Modellen opdeler konkurrencestrategien i 2 valg:

- Ønsker man at satse på lave omkostninger eller unikke produkter
- Vil man satse på hele markedet eller på en bestemt del af markedet

Jf. pkt. 4.2.2. anvender Netcompany intensivering som vækststrategi, hvilket vil sige fokus på produktudvikling, markedsindtrængning og markedsudvikling.

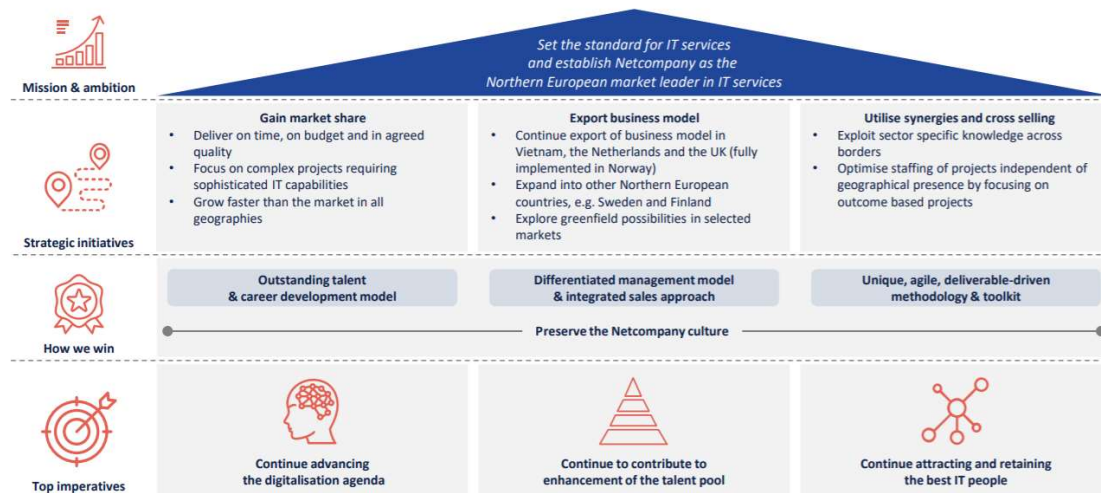
Netcompany har (endnu) en lille del af totalmarkedet for IT-løsninger, men med fokus på værdiskabelse gennem udvikling af komplicerede IT-løsninger, som afleveres til aftalt pris og tid samt i høj kvalitet, vinder de til stadighed store opgaver til offentlige virksomheder og private virksomheder.

Netcompany udvælger med succes relevante IT-projekter, som de ønsker at byde på. I deres valg er de selektive, idet de primært går efter større, komplekse IT-projekter, hvor de kan gøre en forskel ved at løse projekterne på en ny og mere intelligent måde end deres konkurrenter. Deres hitratio er høj (73% i Danmark i 2019)⁵⁷, hvilket indikerer en stor indre styrke i virksomheden. Dermed minimerer de udgifter til udarbejdelse af store projektoplæg, som de ikke vinder.

⁵⁷ Netcompany årsrapport 2019

Figur 4.8 Netcompanys strategi for at blive markedsleder i Nordeuropa

Strategy 2022: Establish Netcompany as an emerging Northern European market leader



Kilde: Netcompany Capital Market Day 2019

4.2.3.1 Delkonklusion

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at Netcompany ses anvende konkurrencestrategien fokuseret differentiering.

Netcompany vil vinde via en øget konkurrencekraft gennem differentiering og innovation. De er selektive i deres udvælgelse af IT-projekter, hvor de har deres styrke i udviklingen af nye, innovative løsninger på komplekse IT-projekter.

De er innovative i ombygningen af deres virksomhedsorganisation, hvor deres motto er, at "IT-folk leder IT-folk".

Det kan udfordre deres konkurrencekraft, såfremt de ikke kan tiltrække de nødvendige, dygtige medarbejdere til at realisere deres forventede vækst fremefter. Samtidig kan en lavere vækst end budgetteret resultere i en lavere kapacitetsudnyttelse hos medarbejderne og dermed belaste indtjeningen.

4.2.4 Værdikædeanalyse

For at kunne imødekomme deres egen vækststrategi og vinde yderligere konkurrencekraft, er det nødvendigt at kigge på Netcompanys interne værdikæde. Til vurdering heraf tages der udgangspunkt i Porters værdikæde. Formålet er at vurdere, hvordan aktiviteter internt i Netcompany kan give konkurrencemæssige fordele og dermed bidrage til vækststrategien i virksomheden. Værdikæden opdeles i primære aktiviteter og støtteaktiviteter.

4.2.4.1 Primære aktiviteter

De primære aktiviteter er de produkter og ydelser, som Netcompany leverer, samt den værdi de skaber i forhold til selskabets kunder.

Udvikling af IT-løsninger

Siden starten, har det været Netcompanys primære aktivitet at udvikle og levere innovative og differentierede IT-løsninger til såvel offentlige som private virksomheder. De ønsker at være førende indenfor anvendelse af nye teknologier, uden at det går ud over sikkerheden i kritiske IT-løsninger. Dermed distancerer de sig i forhold til de IT-udviklere, som lever af at sælge standard IT-løsninger.

De har gjort det til deres vision at levere IT-løsninger til tiden, indenfor budgetrammen og i den aftalte kvalitet. For at kunne leve op til denne vision, har de udarbejdet et en model for, hvordan de gennemfører et IT-projekt fra start til slut internt i virksomheden:

Figur 4.9 Netcompany model for IT-projekter



Kilde: Netcompany Capital Markets Day 2019.

Modellen går ud på, at der igennem alle processer er tale om IT-folk, som har ansvar for planlægning og eksekvering af de enkelte elementer i projektet. Det være sig den faglige IT-del med planlægning af projektet (projektbeskrivelse), kodning af data, opbygning af programmer samt testning af programmer, men det gælder også indsætning af nødvendige ressourcer, overvågning af projektet samt frigivelse af den færdige IT-løsning.

Eksempelvis er der stor fokus på nøjagtighed i projektopsætningen. Den enkelte IT-udvikler er uddannet i at kunne udarbejde et præcist skøn over projektets omfang, og den enkelte leder er IT-uddannet og har dermed mulighed for at kontrollere projektets estimer. Det kræver en høj forståelse af krav til de enkelte projekter, evnen til at kommunikere løsninger, at kunne estimere de nødvendige ressourcer samt sammenligne sammensætning af projektteam til tidligere gennemførte projekter⁵⁸

Salg

I Netcompany har de undladt at ansætte deciderede sælgere, idet salget foregår via de samme IT-medarbejdere, som udvikler de enkelte IT-løsninger. Dermed skabes en gensidig forståelse mellem Netcompany og kunderne i forhold til, hvad kunden efterspørger og hvordan Netcompany kan udvikle IT-løsninger hertil.

I dette arbejde er Netcompany meget selektiv i valg af, hvilke IT-projekter, de byder på. Dermed udgås unødigt brug af ressourcer på IT-projekter, som de ikke vinder, hvilket deres høje track record bekræfter. Derudover søger selskabet konsekvent at være billigere end de største konkurrenter i Danmark.

Levering

Netcompany har som mission, at levering af IT-løsninger skal ske til tiden, hvilket de definerer som, at 100 % af deres projekter leveres indenfor 1 måneds tidsforsinkelse⁵⁹

At levering til tiden også har betydning for selskabets kunder fremgår eksempelvis af en udtalelse fra FTF-A i forbindelse med valg af CRM-plattform til håndtering af ny dagpengereform⁶⁰.

⁵⁸ Netcompany Capital Markets Day 2019

⁵⁹ <https://www.netcompany.com/int/Investor-Relations/Capital-Markets-Day-2019>

⁶⁰ <https://www.netcompany.com/da/News/FTF-A>

Kundetilfredsheden er høj med en Net Promoter Scores (NPS) på 26, hvilket skal sammenlignes med, at en score over 30 er ”verdensklasse”, og at IT-branchens gennemsnitlige score er negativ⁶¹. Heri indgår levering til tiden som en vigtig parameter for kunderne.

Endelig har levering til tiden en stor økonomisk indvirkning på selskabets indtjening, idet de som udviklere typisk ikke får betaling for de udviklingstimer, som en forsinkelse måtte betyde. Oveni ses ofte opkrævning af dagbøder for forsinkelser.

Support

En vigtig del af Netcompanys forretningsmodel er vedligeholdelse på leverede IT-løsninger, hvilket udgør knap halvdelen af Netcompanys omsætning, og dermed er med til at skabe grundlaget for en stabil indtjening⁶²

I kontrakter er der sædvanligvis indarbejdet en aftale om vedligeholdelse i en periode på 5-7 år, og netop Netcompany som udvikler af IT-løsningerne har de bedste forudsætninger for at kunne servicere leverede IT-projekter.

4.2.4.2 Støtteaktiviteter

Med støtteaktiviteter forstås interne funktioner i virksomheden, som har til opgave at understøtte de primære aktiviteter, således at processerne internt i virksomheden fungerer bedst muligt og dermed skaber de bedste produkter og serviceydelser.

HR

Det vurderes, at den største udfordring for Netcompany i at fastholde den høje omsætningsvækst på omkring 20 % årligt, er evnen til at tiltrække det nødvendige antal dygtige IT-folk, og få dem til at blive en del af vinderkulturen i virksomheden. I 2019 blev der i Netcompany ansat mere end 500 konsulenter⁶³ og otte ud af 10 nye medarbejdere kommer direkte fra uddannelsesinstitutionerne⁶⁴

⁶¹ <http://www.blscapital.dk/company/netcompany/>

⁶² <http://www.blscapital.dk/company/netcompany/>

⁶³ <http://www.blscapital.dk/company/netcompany/>

⁶⁴ <https://www.lederne.dk/ledelse-i-dag/magasinet/magasinet-lederne-foraar-2019/andre-rogaczewski>

Tabel 4.2 Oversigt over gennemsnitlige antal heltidsansatte i Netcompany⁶⁵

2016	2017	2018	2019
877	1.256	1.861	2.293

Kilde: Egen tilvirkning.

Ansættelse og fortsat uddannelse af de dygtigste IT-udviklere er afgørende for, at Netcompany kan levere i henhold til værdikæden.

For at imødekomme behovet for dygtige IT-udviklere har Netcompany etableret 2 ressourcecentre i henholdsvis Polen og Vietnam. Ultimo 2019 var der i alt 330 medarbejdere ansat dér udelukkende til IT-udvikling, idet Netcompany ikke sælger IT-løsninger i disse lande⁶⁶

Hos Netcompany er de overbeviste om, at uddannelse gennem hele ens arbejdsliv er vejen til at sørge for optimal læring og udvikling samt bibeholde et engagement og motivation. Ansvar for dette ligger hos såvel leder som den enkelte medarbejder.

Derfor kommer alle ansatte hos Netcompany gennem et uddannelsesforløb på Netcompany Academy, som er selskabets interne uddannelses- og udviklingsprogram. Niveauet tilpasses den enkelte medarbejders faglige udgangspunkt med henblik på, at alle medarbejdere får mulighed for at blive dygtigere og kan bidrage til selskabets succes⁶⁷

Ud over Netcompany Academy indgår også en mentorordning samt muligheden for at tage forskellige IT-certificeringer. Mentorordningen går ud på, at den enkelte ansatte har en personlig mentor gennem hele karriereforløbet, som hjælper med at tale om udvikling og karrieremål⁶⁸

⁶⁵ Netcompany Annual Report 2019

⁶⁶ https://www.aktieinfo.net/filer/netcompanyq1-3_2019.pdf

⁶⁷ <https://www.netcompany.com/da/Karriere/Hvorfor-Netcompany/Netcompany-Academy>

⁶⁸ <https://www.netcompany.com/da/Karriere/Hvorfor-Netcompany/Karriereudvikling>

I Netcompany er det "IT-folk som leder IT-folk".⁶⁹ Blandt selskabets partnere er alle uddannede IT-folk og blandt selskabets ledere er tallet 89%⁷⁰. At lederne i udgangspunktet ved lige så meget om IT som ansatte, anser CEO André Rogaczewski som en del af hemmeligheden bag Netcompanys succes. Han sætter det højt på listen over en leders egenskaber, at denne kan lykkes gennem sine medarbejdere: "Du når ikke ret langt alene. Hvis du holder på dine hemmeligheder og din passion, ender du med at få modstand på dem. Du skal have andre med, og de skal også have succes," siger André Rogaczewski ⁷¹

4.2.4.3 Delkonklusion

Analysen af værdikæden i Netcompany viser, at den primære aktivitet, i form af udvikling af komplicerede IT-løsninger, som leveres til tiden og indenfor budgetrammen er særdeles værdiskabende for Netcompany.

Den viste model 4.9 for måden, hvorpå de strukturerer processerne i udviklingen af IT-løsninger, hvor det i alle procestrinnene er IT-folk, som har ansvaret for projektet, viser styrken i deres forretningsmodel.

Det er IT-folk, som har ansvaret for alle de primære aktiviteter i form af salg, udvikling, levering og service.

Som en støtteaktivitet til denne udvikling satser Netcompany stort på at kunne tiltrække de dygtigste IT-udviklere via et skræddersyet uddannelsesforløb kaldet Netcompany Academy, et mentorforløb til alle ansatte gennem hele ansættelsen, samt vedligeholdelse af succeskultur og vindermentalitet.

4.3 SWOT-analyse

Til at skabe et samlet overblik over den strategiske analyses resultater anvendes SWOT-analysen. Dermed samles resultaterne fra de eksterne og interne analyser og giver dermed

⁶⁹ <https://www.netcompany.com/da/Career/Why%20Netcompany>

⁷⁰ <https://www.netcompany.com/int/Investor-Relations/Capital-Markets-Day-2019>

⁷¹ <https://www.lederne.dk/ledelse-i-dag/magasinet/magasinet-lederne-foraar-2019/andre-rogaczewski>

et samlet billede af de eksterne og interne forhold, som vil have betydning for Netcompany og deres fortsatte vækstambitioner.

De interne forhold opdeles i stærke og svage sider, hvor resultaterne fra McKinsey's 7-S model, Ansoffs udvidede vækststrategier samt Michael Porters konkurrencestrategier og værdikædeanalyse anvendes.

De eksterne forhold opdeles i muligheder og trusler, hvor resultaterne hentes fra PESTEL-analysen og Porters Five Forces.

Figur 4.10 SWOT-analyse

<u>Interne forhold</u>	
Stærke sider	Svage sider
- Unik forretningsmodel - Høj vækst og stærk track record - Høj kundetilfredshed - Flot referenceliste af store og offentlige kunder - Effektivitet / indtjening	- Lav markedsandel - Afhængig af nye kunder/opgaver - Tiltrække dygtige IT-folk - Fælles forretningsmodel indenfor koncernen
<u>Eksterne forhold</u>	
Muligheder	Trusler
- Marked i fortsat vækst - Organisk vækst - Digital omstilling - Høj kundetilfredshed/ image - Høje indgangsbarrierer - Opkøb	- Erstatningskrav - Højt konkurrencetryk - Mangel på dygtige IT-folk - Lønpres

Kilde: Egen tilvirkning

4.3.1 Kritik af SWOT-analyse

SWOT-analysen kan kritiseres for at være et forenklet strategiværktøj, som alene tager resultaterne fra de eksterne og interne analyser af virksomheden, hvorfor anvendeligheden af SWOT-analysen afhænger af kvaliteten i de gennemførte eksterne og interne analyser.

SWOT-analysen er i bund og grund blot en opsummeringsmodel, men savner konkrete tiltag til handling.⁷²

4.4 Konklusion på strategisk analyse

Formålet med denne strategiske analyse af Netcompanys interne og eksterne forhold er, at give svar på underspørgsmål 1⁷³ i nærværende afhandlings problemformulering.

Den strategiske analyse viser tydeligt, at såvel interne som eksterne forhold påvirker Netcompany, og den vurderer om selskabet har den rette strategi til at fortsætte sin vækstrejse og dermed skabe yderligere værdi for selskabets aktionærer i fremtiden.

Når det gælder de eksterne forhold, som kan påvirke Netcompany, viser analysen, at Netcompany opererer på et dansk marked i fortsat vækst. Det gælder både det offentlige som det private segment, idet der fortløbende investeres i nye, intelligente IT-løsninger, som skal lette hverdagen for såvel det offentlige, virksomhederne og borgerne. Fra politisk side er der ønske om at fortsætte den digitale udvikling i Danmark, hvilket har stor betydning for Netcompany, idet selskabets største kundegruppe er offentlige virksomheder i Danmark, og hvor Netcompany netop har succes med at vinde store og samfundskritiske IT-udviklingsopgaver. Hos danske virksomheder og borgere er der en stigende IT-anvendelse, drevet af såvel den øgede digitalisering af samfundsmønstre samt fortsatte krav til effektiviseringer og overholdelse af lovgivninger eksempelvis GDPR-regler. Med Netcompanys lave markedsandel på 8,7% af det danske kernemarked, ses gode muligheder for vækst i markedsandel og omsætning, hvilket også gælder de lande, hvor Netcompany har afdelinger (Norge, England, Holland).

Indenfor udvikling og levering af store og samfundskritiske IT-løsninger, som Netcompany i høj grad lever godt af, er det naturligt at fokusere på evnen til at levere IT-projekterne til tiden, i den aftalte kvalitet og til den indgåede prissætning. Gennem de senere år har der været gentagne IT-skandaler, især indenfor det offentlige, som har kostet store

⁷² Philip Kotler m.fl., Marketing Management – side 115.

⁷³ Hvordan er Netcompanys strategiske position på markedet?

ekstraomkostninger, også for de pågældende IT-udviklere og givet dårlig presseomtale. Den eksterne analyse viser, at Netcompany grundet deres måde at arbejde på (jf. interne forhold), over de seneste år har undgået sådanne IT-skandaler. Det betyder, at de har en højere kundetilfredshed end IT-branchen generelt, og har gode muligheder for fortsat at vinde nye IT-kontrakter. Modsat vil bare ét enkelt fejlslagen IT-projekt fra Netcompanys side betyde stort økonomisk tab samt risiko for tab af markedsandel. Når IT-skandaler kan ramme større IT-konkurrenter kan det potentielt også ramme Netcompany.

Konkurrencen i IT-branchen er høj med mange aktører, som gerne vil ind på det attraktive og fortsat stigende marked for IT-løsninger. Og med Netcompanys korte historik samt lave markedsandel i Danmark, er selskabet oppe i mod store såvel nationale som internationale konkurrenter, som har musklerne til at overleve i konkurrencen, og som ved at kopiere Netcompanys succesmodel vil kunne gøre det vanskeligere for Netcompany, at fortsætte med vækstrater i samme høje niveau. Modsat gør den høje kompleksitet i de specialiserede IT-projekter, som Netcompany deltager i, samt høje krav til sikkerhed og driftsstabilitet i IT-løsningerne, at mindre konkurrenter har vanskeligt ved at trænge ind på markedet.

En af de største trusler mod Netcompanys strategi om fortsat høj vækst er dog mangel på dygtige IT-folk, til at udvikle fremtidige IT-løsninger. Som nævnt i analysen viser undersøgelser, at op imod halvdelen af de adspurgte IT-virksomheder har opgivet at besætte ledige IT-stillinger. Hos Netcompany kan det betyde højere lønudgifter på grund af lønpres samt at IT-projekter ikke kan udvikles.

Netcompany har gennemført enkelte opkøb af konkurrerende IT-virksomheder i udlandet, hvilket ses som en fortsat mulighed for at skabe vækst. Dette vil give dem større skala fordele samt bedre adgang til kvalificerede IT-folk.

Når de interne forhold i Netcompany undersøges, viser de interne strategianalyser, at Netcompanys styrke er en unik forretningsmodel, som medvirker til selskabets succes og høje væksttal. Forretningsmodellen tager bl.a. sit udgangspunkt i følgende 2 visioner:

- Leverer IT-løsninger til aftalt tid, pris og kvalitet – hver gang!
- IT-folk leder IT-folk

De faglige IT-kompetencer hos såvel ledere som medarbejdere sikrer, at der i alle processer leveres høj kvalitet og effektivitet, hvilket er afgørende for, at Netcompany fortsat vinder mange af de opgaver, som de byder på, og at de kan leve op til det de lover, ved afgivelse af tilbud, både når det gælder tid, pris og kvalitet. Dermed har Netcompany skabt sig et stærkt brand og en flot referenceliste med mange store virksomheds- og offentlige kunder / IT-projekter i Danmark.

Netcompanys vækst sker primært organisk på det danske marked, som udgør $\frac{3}{4}$ af deres samlede omsætning i 2019. På de udenlandske markeder foregår væksten via opkøb af konkurrenter. I den høje vækst over flere år, har de evnet at implementere og kapitalisere, hvilket deres flotte økonomiske resultater vidner om.

Af svagheder kan nævnes Netcompanys lille markedsandel af det samlede IT-marked i Danmark, og de kan dermed have svært ved at udnytte stordriftsfordele lig større konkurrenter. Dermed kan deres prisstruktur blive udfordret. Der er endvidere behov for konstant tilførsel af nye kunder og opgaver for at opretholde væksten, hvilket kan presse deres indtjeningsmarginal på vundne opgaver.

Den interne analyse viser, at den nok største udfordring for Netcompany er muligheden og evnen til, at tiltrække det nødvendige antal dygtige IT-folk til at eksekvere på det stigende antal vundne IT-projekter. Kampen om de dygtigste IT-medarbejdere er intens, og manglen på kvalificeret arbejdskraft kan resultere i lønpres og forsinkelser på IT-projekter. For at imødegå dette har Netcompany et omfattende talentudviklingsprogram, samtidig med at de forsøger at skabe en succeskultur af især unge IT-folk, som får mulighed for at realisere karrieredrømme.

Endelig er det afgørende for den fremtidige vækst, at Netcompanys succesfulde forretningsmodel i Danmark kan skaleres og kopieres til deres udenlandske enheder og fremtidige opkøb, hvilket kan være vanskeligt grundet kulturforskelle samt tage lang tid, før end synergien opnås.

5. Regnskabsanalyse

Udgangspunktet fra projektets start var at lave en regnskabsanalyse over en femårig periode, men da der er sket store strukturelle ændringer i Netcompany ultimo 2015, så er der for sammenlignelighedens skyld valgt, at afgrænse fra regnskabsåret 2015. Derfor laves analysen over en 4-årig periode, fra 2016 til 2019. Ultimo 2015 opkøbte Netcompany en norsk virksomhed ved navn Mesan A/S. Der blev i den forbindelse stiftet et nyt selskab, ved navn NC TOP A/S, som i dag hedder Netcompany Group A/S. Da der i den forbindelse blev skiftet CVR-nummer, vil der ikke være sammenlignelighed med året 2015. Analysen tager derfor udgangspunkt i Netcompany Group A/S.

Kapitlet præsenterer en regnskabsanalyse, der tager udgangspunkt i forrentning, finansieringssammensætning, arbejdskapital samt cash flow via beregnede nøgletal. De nævnte nøgletal vil blive beregnet ved, at lave en reformulering af resultatopgørelsen og balancen.

Ved hjælp af de beregnede nøgletal, vil udviklingen i Netcompanys økonomi blive præsenteret. Desuden vil udviklingen i nøgletallene komme til at danne baggrund for afhandlingens 6. kapitel, som omhandler budgettering for Netcompanys fremtid.

5.1 Resultatopgørelse og balance

Som nævnt ovenfor laves der en regnskabsanalyse for Netcompany over en 4-årig periode. Analyseperioden omhandler år 2016, 2017, 2018 og 2019. I tabel 5.1 nedenfor er resultatopgørelsen for alle analyseår opstillet, for at synliggøre hvilke tal, der kommer til at danne baggrund for kapitlet.⁷⁴ Senere i kapitlet vil resultatopgørelsen blive reformuleret til analyseformål.

⁷⁴ Annual Report Netcompany Group A/S 2016, 2017, 2018 og 2019

Tabel 5.1 Resultatopgørelse for Netcompany, 2016-2019

Resultatopgørelse (mio. kr.)	2016	2017	2018	2019
Omsætning	899,6	1416,1	2.053,2	2.453,9
Produktionsomkostninger	-527	-803,4	-1.236,7	-1.458,1
Distributionsomkostninger	-3,7	-9,7	-11,9	-11,7
Administrationsomkostninger	-120,9	-201,0	-290,4	-366,7
Andre driftsudgifter	-35,1	-32,9	-34,5	-4,4
Afskrivninger	-73,8	-95,9	-115,4	-101,7
Finansieringsomkostninger	-62,7	-72,1	-108,7	-14,0
Resultat før SKAT	76,4	201,0	255,7	497,3
SKAT	-43,6	-59,4	-74,5	-108,8
Resultat efter SKAT	32,8	141,6	181,2	388,5

Kilde: Egen tilvirkning.

Ovenfor ses tabel 5.1. I tabellen fremgår det, at siden 2016 har Netcompany konstant øget deres resultat efter skat, hvilket primært kan henføres til væsentlige stigninger i omsætningen uden tilsvarende stigninger på omkostningssiden.

Netcompanys balance for år 2016, 2017, 2018 og 2019 er på samme måde indsat i en tabel, for at synliggøre udviklingen. Senere i kapitlet vil nedenstående balancetal også blive reformuleret til analyseformål og dermed danne baggrund regnskabsanalysen. Nedenfor i tabel 5.2 ses Netcompanys balance for den 4-årige periode.⁷⁵

⁷⁵ Langfristede aktiver indebærer: Goodwill, IT-udstyr, Leasede aktiver.

Tabel 5.2 Balance for Netcompany, 2016-2019

Balance (mio. kr.)	2016	2017	2018	2019
Langfristede aktiver	2.419,6	2.667,2	2.615,9	2.716,3
Tilgodehavende	380,8	607,8	761,7	878,9
Likvidemidler	60,0	194,5	107,7	132,4
Omsætningsaktiver	440,8	802,3	869,4	1.011,3
Aktiver i alt	<u>2.860,4</u>	<u>3.469,5</u>	<u>3.485,4</u>	<u>3.727,6</u>
Egenkapital	1.260,5	1.643,9	1.806,3	2.071,7
Lån	1.178,0	1.264,9	1.105,8	958,6
Leasing	13,6	17,6	54,1	64,6
Anden langfristet gæld				31,1
Udskudt skatteforpligtelse	111,2	112,4	89,4	73,3
Langfristet gæld	1.302,8	1.394,9	1.249,3	1.127,7
Leasing	11,7	13,6	29,3	39,4
Anden Kortfristet gæld	285,4	417,1	400,5	488,8
Kortfristet gæld	297,1	430,7	429,8	528,1
Gæld i alt	1.599,9	1.825,6	1.679,1	1.655,9
Passiver i alt	<u>2.860,4</u>	<u>3.469,5</u>	<u>3.485,4</u>	<u>3.727,6</u>

Kilde: Egen tilvirkning.

I ovenstående balanceoversigt er det væsentligt at bemærke, at egenkapitalen i analyseperioden er styrket løbende gennem hele perioden. Dette kan henføres til stigende aktivmasse og faldende gældsforpligtelser.

Udviklingen i balancen vil blive kommenteret yderligere og mere detaljeret, senere i dette kapitel.

5.2 Reformuleret resultatopgørelse og balance

I det tidligere afsnit blev Netcompanys resultatopgørelse samt balancetal præsenteret for analyseperioden. Disse vil danne baggrund for dette afsnits regnskabsanalyse. Her vil resultatopgørelsen og balancetal blive reformuleret med til brug for analyseformål. Før analysen laves, skal resultatopgørelsen og balancen klargøres til at kunne blive analyseret på.

Resultatopgørelsen bliver derfor inddelt med følgende mellemresultater i form af, Gross profit, EBITDA, EBIT, EBT og EAT. Mellemresultaterne anvendes i de kommende beregninger for nøgletal. De udregnede mellemresultater ses i tabellen nedenfor.

Tabel 5.3 Mellemresultater Netcompany 2016-2019

Resultatopgørelse (mio. kr.)	2016	2017	2018	2019
Omsætning	828,5	1.416,1	2.053,2	2.453,9
Produktionsomkostninger	-492,4	-803,4	-1.236,7	-1.458,1
Bruttoresultat (Gross profit)	336,1	612,7	816,5	995,8
Distributionsomkostninger	-3,3	-9,7	-11,9	-11,7
Administrationsomkostninger	-101,1	-201,0	-290,4	-366,7
Andre driftsudgifter	-35,1	-32,9	-34,5	-4,4
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	196,6	369,1	479,7	613,0
Afskrivninger	-73,8	-95,9	-115,4	-101,7
Resultat før renter (EBIT)	122,8	273,2	364,3	511,3
Finansieringsomkostninger	-62,7	-72,1	-108,7	-14,0
Resultat før SKAT (EBT)	60,1	201,0	255,7	497,3
SKAT	-43,6	-59,4	-74,5	-108,8
Resultat efter SKAT (EAT)	16,5	141,6	181,2	388,5

Kilde: Egen tilvirkning.

I tabel 5.3 ovenfor fremgår mellemresultaterne.

Gross profit er et udtryk for bruttoresultat eller dækningsbidrag. De eneste omkostninger, der er fratrasket omsætningen i dette mellemresultat, er de variable omkostninger. Dernæst kommer mellemresultatet EBITDA som er et udtryk for resultat før afskrivninger. I dette mellemresultat er både de variable- og faste omkostninger fratrasket omsætningen.

Efterfølgende kommer EBIT som er et udtryk resultat før renter. I dette mellemresultat fratrækkes afskrivninger i mellemresultatet EBITDA. Endvidere er mellemresultatet EBT et udtryk for resultat før SKAT. Her trækkes de finansielle omkostninger fra mellemresultatet EBIT. Til sidst kommer resultatet EAT som er et udtryk for resultat efter SKAT, hvor der er korigeret for skattebetaling eller skattehensættelse.

Udover inddelingen af resultatopgørelsen i mellemresultater, så skal balancen også inddeles så denne er relevant til analyseformål. En metode til at gøre en balance mere anvendelig til analyseformål er ved at omdanne denne til et "Managerial Balance Sheet". Et Managerial Balance Sheet har som udgangspunkt kun rentebærende gæld og egenkapital på passivside, hvilket betyder at varekreditorer og ikke-rentebærende gæld bliver indregnet i arbejdskapitalen (WCR). Arbejdskapitalen udregnes som vist nedenfor.

$$\underline{(varedebitor + varelager) - (varekreditor + ikke-rentebærende gæld)}^{76}$$

På denne måde opgøres balancen med en post på aktivside, som en nettosum af den udregnede arbejdskapital.

Den udregnede arbejdskapital for Netcompany er synliggjort i tabellen nedenfor.

Tabel 5.4 Arbejdskapital (WCR) Netcompany, 2016-2019

Arbejdskapital	2016	2017	2018	2019
WCR	100,9	199,5	374,3	375,0
Ændring WCR		98,6	174,9	0,7

Kilde: Egen tilvirkning.

I den udregnede arbejdskapital i tabel 5.4, er der kun indregnet tilgodehavende og varegæld, da Netcompany ikke besidder lagre. Netcompany er ikke en produktionsvirksomhed, men nærmere en servicevirksomhed uden fysiske lagere.

Tabel 5.4 viser desuden også ændringen i arbejdskapital fra år til år. Siden 2016 og frem til år 2019 har Netcompany øget arbejdskapitalen. Den øgede arbejdskapital påvirker selskabets likviditet negativt. Dog har ændringen i arbejdskapital mellem år 2018 og 2019 været minimal.

En forbedring af Netcompanys likviditet ville kunne ske ved, at varegælden stiger mere end det tilgodehavende virksomheden har. Modsat forringes arbejdskapitalen og likviditeten, hvis varegælden falder og tilgodehavende stiger. Et redskab til at forbedre Netcompanys

⁷⁶ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: Finance for executives, 6.. udgave Managing for value creation s.113

likviditet, kunne være ved at give kunder færre kreditdage til at betale for de ydelser Netcompany leverer. Optimering af et selskabs arbejdskapital bør være et løbende fokuspunkt.

Nedenfor ses Netcompanys balance omdannet til et Managerial Balance Sheet. Den omdannede balance viser, som tidligere nævnt, kun rentebærende gæld og egenkapital på passivside. Dette betyder, at passivside kun viser poster, hvortil der er et forrentningskrav. Samleposten for passiverne kaldes "*Capital Employed*".

På aktivside viser den omdannede balance, hvad der er investeret i virksomheden, hvilket kaldes "*Invested Capital*". Den tidligere udregnede arbejdskapital fremgår under Invested Capital. Ydermere figurerer langfristede og kortfristede hensættelser på en selvstændig linje for sig, under Invested Capital.

I tabellen nedenfor præsenteres Managerial Balance Sheet for Netcompanys balancetal for 2016, 2017, 2018 og 2019. I de nøgletal der beregnes senere ud fra Managerial Balance Sheet, tages der udgangspunkt i ultimo balancetal.

Tabel 5.5 Managerial Balance Sheet Netcompany, 2016-2019

Mio. kr.	2016	2017	2018	2019
Anlægsaktiver i alt	2.414,0	2.658,4	2.601,7	2.696,8
Likvider	60,0	194,5	107,7	132,4
Arbejdskapital (WCR)	100,9	199,5	374,3	375,0
Hensættelser	-111,0	-112,4	-88,2	-69,8
Omsætningsaktiver i alt	49,8	281,5	393,8	437,5
<u>Invested Capital</u>	<u>2.463,9</u>	<u>2.940,0</u>	<u>2.995,5</u>	<u>3.134,3</u>
Egenkapital	1.260,5	1.643,9	1.806,3	2.071,7
Langfristet gæld	1.191,6	1.282,5	1.159,9	1.023,3
Kortfristet leasing	11,7	13,6	29,3	39,4
Kortfristet gæld i alt	11,7	13,6	29,3	39,4
<u>Capital Employed</u>	<u>2.463,9</u>	<u>2.940,0</u>	<u>2.995,5</u>	<u>3.134,3</u>

Kilde: Egen tilvirkning.

Ud fra ovenstående Managerial Balance Sheet, præsenteret i tabel 5.5, ses det at den beregnede Invested Capital og Capital Employed ændrer sig fra 2.463 mio. ultimo 2016 og til 3.134 mio. ultimo 2019. Det er en stor stigning og bekræfter også den store vækst Netcompany har været igennem de senere år. Den store ekspansion udgør en procentvis stigning på balancen med 27,2%. Netcompany har oplevet en stigning i deres balance, gennem hele analyseperioden.

Den primære årsag til den voldsomme stigning kan henføres til stigning i anlægsaktiver, arbejdskapital samt nedbringelse af langfristet gæld. Stigningen i arbejdskapital kan som tidligere nævnt henføres til større tilgodehavende hos kunder.

Ovenstående Managerial Balance Sheet viser desuden, at Netcompanys finansieringssammensætning er med en lille andel af kortfristet gæld til leasing og den resterende del er finansieret med langfristet gæld. Dette kunne tyde på, at Netcompany har en billig finansiering af virksomheden.

Finansieringssammensætningen har betydning for både rentabiliteten af virksomheden, men også likviditeten i virksomheden. I Netcompanys tilfælde er deres arbejdskapital finansieret med langfristet finansiering, hvilket betyder arbejdskapitalen ikke er lige så likviditetsmæssigt krævende, som hvis den havde været finansieret med kortfristet finansiering.

For at synliggøre finansieringssammensætningen og udviklingen heri, er der udarbejdet en tabel der viser udviklingen i Netcompanys netto lange og korte finansiering (Net Long term Financing og Net Short term Financing) som kan ses nedenfor.

Tabel 5.6 Netto lang og kort finansiering Netcompany, 2016-2019

Mio. kr.	2016	2017	2018	2019
NLF	149,1	380,3	452,7	468,0
NSF	-48,2	-180,9	-78,3	-93,0
Liquidity ratio	148%	191%	121%	125%

Kilde: Egen tilvirkning.

I Net Long term Financing (NLF) holdes den langfristede finansiering op mod de langfristede aktiver samt hensættelser. En stigning i NLF betyder, at der er større andel langfristet finansiering i forhold til langfristede aktiver. Dette betyder noget af arbejdskapitalen er finansieret med langfristet gæld.

I Net Short term Financing (NSF) er den kortfristede gæld holdt op mod de likvide beholdninger i virksomheden.

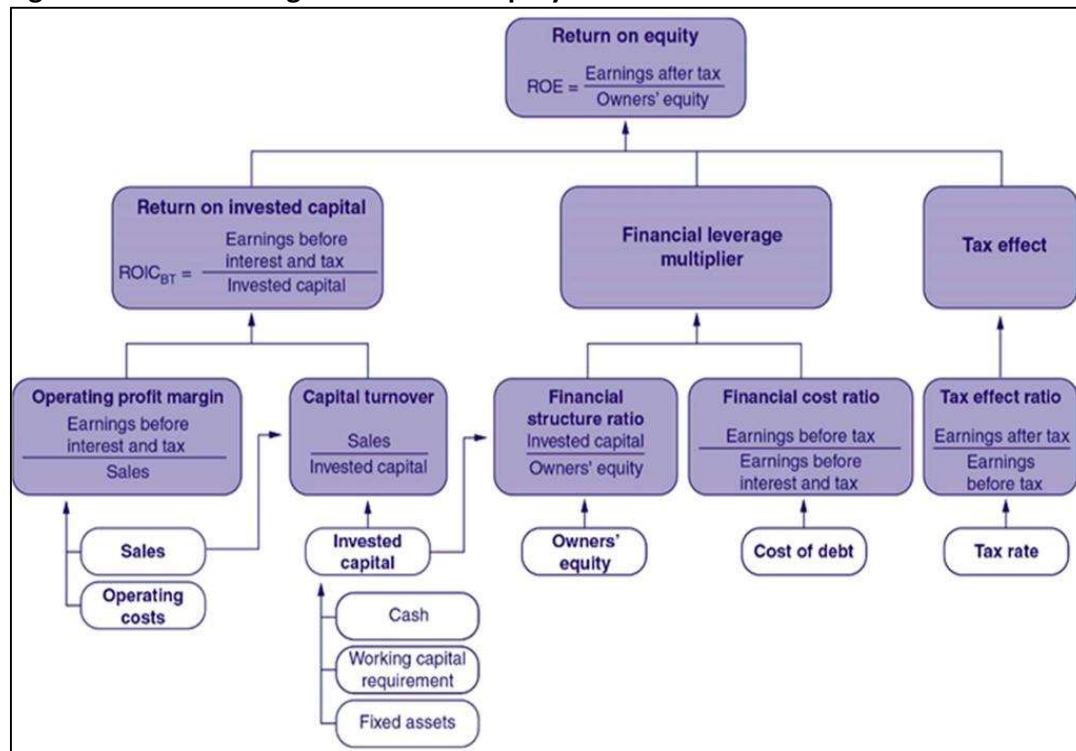
Forskellen mellem NLF og NSF viser likviditetsforholdet. I ovenstående tabel 5.6 kan det ses at Liquidity Ratio er høj og kan henføres til den store andel langfristet gæld som Netcompany besidder. Forringelsen i Liquidity Ratio fra de 2 første analyseår til de sidste 2 analyseår kan henføres til en større andel af kortfristet leasing.

5.3 Nøgletal

I sidste afsnit blev resultatopgørelsen samt balancen klargjort til analyseformål ved at inddele resultatopgørelsen i mellemresultater samt balancen blev reformuleret til et Managerial Balance Sheet. Desuden blev der analyseret på Netcompanys finansieringssammensætning. Alt dette kommer til at ligge til baggrund for nedstående analyse.

Nedenfor ses et overblik over de nøgletal, som bliver beregnet i analysen. Desuden vises også hvordan de enkelte nøgletal beregnes. Nedenstående figur er udarbejdet af Hawawini og Viallet, og afhandlingen tager udgangspunkt i den måde, de beregner nøgletallene på. Disse nøgletal kommer til at ligge til baggrund for regnskabsanalysen.

Figur 5.1 Sammenhængen i Return on Equity



Kilde: Hawawini og Viallet⁷⁷

Pyramideoversigten i figur 5.1 skal læses fra bunden, hvor det ses hvordan Operating profit margin, capital turnover, Financial structure ratio, Financial cost ratio og tax effect ratio beregnes. I anden trin i pyramiden, ses det hvordan Return on invested capital, financial leverage multiplier og tax effect beregnes ved at anvende de tidligere beregnede nøgletal fra bunden af pyramiden.

Øverst i pyramiden beregnes så Return on equity, ved hjælp af alle de beregnede nøgletal. Return on equity er et interessant nøgletal set fra en investors synspunkt, da det er en indikation på, hvor profitabel virksomheden er, da alle de beregnede nøgletal er inkluderet heri.

Beregning af de ovenstående nøgletal bliver uddybet yderligere senere i kapitlet. Samtidig bliver nøgletallene relateret til Netcompany.

⁷⁷ Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: Finance for executives, 6.. udgave Managing for value creation s.201

Som tidligere nævnt bliver nøgletallene beregnet på baggrund af ultimo balancetal. Årsagen til denne beslutning ligger i, at der som oplyst tidligere i projektet, har været store strukturelle ændringer i Netcompany i 2015. På denne måde vurderes det, at der bliver en større sammenlignelig analyseperiode til at kunne vurdere en udvikling i.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i de beregnede nøgletal fra nedenstående tabel.

Tabel 5.7 Nøgletal Netcompany, 2016-2019

Punkt	Nøgletal	2016	2017	2018	2019
1.	Operating profit margin	14,8%	19,3%	17,7%	20,8%
2.	Capital turnover	0,34	0,48	0,69	0,78
3.	ROIC	5,0%	9,3%	12,2%	16,3%
4.	ROE	1,3%	8,6%	10,0%	18,8%
5.	Financial cost ratio	0,49	0,74	0,70	0,97
6.	Financial structure ratio	1,95	1,79	1,66	1,51
7.	Financial leverage multiplier	0,96	1,32	1,16	1,47
8.	Tax effect ratio	27%	70%	71%	78%

Kilde: Egen tilvirkning.

Når der analyseres på en virksomheds økonomiske situation, er det interessant at holde nøgletallene op mod hinanden over en periode for at kunne se udviklingen heri. De beregnede nøgletal fra tabel 5.7 vil blive kommenteret nedenfor.

Ad 1 Operating profit margin. Når der analyseres på en virksomheds økonomi er det interessant, at se hvor god virksomheden er til, at generere overskud af den primære driftsaktivitet. Dette kan synliggøres ved at beregne nøgletallet Operating profit margin også kendt som EBIT% og overskudsgrad. Nøgletallet beregnes ved at holde EBIT op mod omsætningen. På denne måde får man et udtryk for, hvor stor en procentdel af omsætningen der resterer, når virksomheden har betalt de omkostninger der vedrøre den primære driftsaktivitet.

Ved gennemgang af det beregnede nøgletal operating profit margin for Netcompany, så er der gennem de fire analyseår sket en stigning i nøgletallet fra 14,8% i 2016 og til 20,8% i 2019, hvilket er svarende til en stigning på 6%-point. I 2018 ses dog en mindre tilbagegang i

operating profit margin, fra 19,3% i 2017 til 17,7%. Denne tilbagegang kan tilskrives en større stigning i produktionsomkostningerne i forhold til stigningen i omsætningen.

Noterne i regnskabsåret viser at udviklingen primært skal findes i en øget brug af eksterne konsulenter og abonnementer i 2018, da andelen af denne post er væsentligt lavere i forhold til omsætning i både 2017 og 2019. Udviklingen kan skyldes ekstraordinær brug af konsulenter til færdiggørelse af et projekt eller opgraderinger i software, som udmønter sig i større abonnementsomkostninger. Den generelle stigning fra 2016 til 2019 kan henføres til en større stigning i omsætningen, i forhold til de driftsmæssige omkostninger. Stigningen i omsætningen kan henføres større efterspørgsel efter digitale løsninger, samt en generel stigning i Netcompanys markedsandel. I 2019 har Netcompany derfor en større andel af omsætningen til at betale finansieringsomkostninger og konsolidere sig med, i forhold til tidligere år.

Ad 2 Capital turnover. Capital turnover, kendes også som aktivernes omsætningshastighed og er et udtryk for, hvor mange gange virksomheden omsætter den investerede kapital i et regnskabsår.

Capital turnover er beregnet for Netcompany ved, at tage udgangspunkt i det beregnede Invested Capital fra Managerial Balance Sheet, og holdt det op imod Netcompanys omsætning.

Ud fra nøgletallet kan det igen ses, at siden 2016 og frem til 2019 har Netcompany formået at øge capital turnover fra 0,34 til 0,78, hvilket omregnet til procent er en stigning på 129%. Stigningen kan henføres til en stor stigning i omsætningen uden tilsvarende store stigninger i Invested Capital. Som det ses i tabel 5.7 er stigningen jævnt fordelt henover analyseårene.

Ad 3 Return on invested capital. Return on invested capital before tax (ROIC) er et udtryk for hvor dygtig en virksomhed er til, at skabe afkast af den investerede kapital og sagt med andre ord, hvor profitabel virksomheden er. En måde ROIC kan beregnes på, er ved at multiplicere de 2 ovenstående nøgletal, Operating profit margin og Capital turnover. En anden metode til beregning af ROIC er ved at dividere EBIT med Invested Capital. Begge beregningsmetoder giver samme resultat.

Der henvises til tabel 5.7, hvor der er beregnet return on Invested Capital for Netcompany. Tabellen viser at ROIC er steget fra 5,0% i 2016 til 16,3% i 2019. Den øgede ROIC udgør derfor en stigning på 11,3%-point. Stigningen kan henføres til en stigning i EBIT, grundet større omsætning. Nøgletallet ROIC viser dermed hvor profitabel Netcompany har været i analyseperioden.

Den beregnede ROIC bør holdes op mod markedsrenten plus et tillæg der dækker risiko.

Ad 4 Return on equity. Return on equity (ROE) er et udtryk for egenkapitalens forrentning. ROE beregnes ved at dividere EAT med virksomhedens egenkapital. EAT er årets resultat efter SKAT. Som nævnt tidligere i kapitlet er dette nøgletal set fra en investors eller aktionærs synspunkt et interessant nøgletal for at få en indikation på, hvor stort et afkast investoren kan forvente at få for sin investerede kapital.

Netcompanys beregnede ROE er beregnet til 1,3% i 2016 og har sidenhen været stigende i analyseperioden til 18,8% i 2019. Stigningen i ROE udgør således 17,5%-point fra 2016 til 2019. Stigningen kan henføres til stigning i ROIC, som kan henføres til stigning i operating profit margin, som kan henføres til større efterspørgsel af digitale løsninger og vundne markedsandele. Desuden skyldes stigningen i ROE også fald i financial structure ratio som er et udtryk for Netcompanys finansielle gearing. Den finansielle gearing bliver omtalt under punkt 6 i dette afsnit.

Ad 5 Financial cost ratio. Financial cost ratio beskriver forholdet mellem EBT og EBIT. Financial cost ratio fortæller derfor, hvor stor en del af EBIT der er tilbage når de finansielle omkostninger er betalt. Dette betyder at nøgletallet er præget af, hvor stor andel af virksomheden som er finansieret med fremmedkapital, da der her formentlig vil være større finansielle omkostninger at skulle betale.

Netcompanys Financial cost ratio er beregnet til at være 0,49 i 2016 og er igennem analyseperioden steget til 0,97 i 2019, svarende til en procentvis stigning på 97,9%. Stigningen betyder at der er igennem analyseperioden er blevet en større andel af EBIT

tilbage, efter at de finansielle omkostninger er betalt. Årsagen kan henføres til en større EBIT% som skyldes en større omsætning.

Ad 6 Financial structure ratio. Financial structure ratio er et udtryk for forholdet mellem den investerede kapital i virksomheden og virksomhedens egenkapital. Forholdet mellem disse tal giver en indikation på, hvor mange gange større den investerede kapital er større end egenkapitalen. Jo lavere nøgletallet er desto mindre ekstern finansiering er der til at finansiere den investerede kapital.

Henføres ovenstående til Netcompanys beregnede Financial structure ratio i analyseperioden, så kan det ses at nøgletallet i 2016 var 1,95 faldende til 1,51 i 2019, svarende til et fald på 22,5%. Faldet i Netcompanys Financial structure ratio kan henføres til større egenkapital og dermed er der mindre af den investerede kapital finansieret med fremmedkapital. Nøgletallet har gennem hele analyseperioden været faldende, hvilket er bemærkelsesværdigt når der er tale om en vækst virksomhed.

Ad 7 Financial leverage multiplier. Financial leverage multiplier beskriver den finansielle gearing i virksomheden, via den andel af fremmedkapital, virksomheden er finansieret med. Financial leverage multiplier beregnes ved at multiplicere nøgletallene Financial structure ratio med Financial cost ratio.

I analyseperioden er Netcompanys financial leverage multiplier steget fra 0,96 i 2016 til 1,47 i 2019, omregnet til en procentvis stigning på 53,1%. Stigningen i financial leverage multiplier kan henføres til stigning i Financial cost ratio som kan henføres til fald i renteomkostninger. Faldet i renteomkostninger kan henføres til fald i Financial structure grundet mindre finansiering med fremmed kapital.

Ad 8 Tax effect ratio. Tax effect ratio forklarer den effektive skatteprocent i virksomheden. Den effektive skatteprocent beregnes ved, at dividere resultat efter SKAT (EAT) med resultat før SKAT (EBT). Resultatet af beregningen stemmer sjældent overens med den lovpligtige

skatteprocent som for selskaber er på 22%.⁷⁸ Årsagen kan ligge i forskellige hensatte forpligtelser.

I analyseperioden for Netcompany er der beregnet en tax effect ratio med et spænd fra 27% i 2016 og 78% i 2019. Ovenstående nøgletal betyder derfor at den effektive skatteprocent har varieret fra 73% til 22%. Den effektive skatteprocent er fundet ved at trække den beregnede tax effekt ratio fra 100%. I år 2016 har der været en stor afvigelse på skatteprocenten da den i året udgjorde 73%, hvilket ikke stemmer overens med satsen for selskabsskat. Nærmere undersøgelse af årsagen til denne store afvigelse viser, at der i 2016 regnskabet har der været en forholdsvis stor post navngivet "Skattemæssig værdi af ikke fradragsberettigede udgifter". Det har ikke været muligt at få posten specificeret yderligere. Men da der er tale om et regnskab revideret af statsautoriseret revisor, er der tiltro til oplysningen, som derfor blot konstateres. Årene efter 2016 ligger på et mere normalt niveau, når der sammenlignes med selskabsskatteprocenten på 22%.

5.4 Benchmark

I forrige afsnit er Netcompanys regnskabstal blevet analyseret, hvilket giver en konstatering af, hvordan Netcompanys økonomi har udviklet sig gennem analyseperioden. Et andet vigtigt element der kan ses nærmere på er, hvordan Netcompany har klaret sig rent økonomisk i forhold til konkurrerende virksomheder på markedet. I den forbindelse vil der blive benchmarket op mod 5 konkurrerende virksomheder indenfor IT-branchen.

Virksomhederne som Netcompany bliver målt mod er:

- NNIT A/S
- Columbus A/S
- EPAM Systems, INC
- Globant S.A
- Endava PLC
-

De ovenstående virksomheder bliver omtalt yderligere i kapitel 6, hvor de også indgår i en multipelanalyse.

⁷⁸ <https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oiD=2049049>

I benchmarkanalysen bliver der målt på virksomhedernes seneste aflagte regnskaber, hvilket betyder, at ikke alle konkurrenterne har aflagt årsregnskab for 2019 på tidspunktet for afhandlingens udarbejdelse.

Nedenstående benchmark kommer til at tage udgangspunkt i nøgletallet Return on equity (ROE), da nøgletallet er interessant set fra en investors synspunkt. Benchmarkanalysen fremgår af nedenstående tabel.

Tabel 5.8 Benchmarkanalyse

Virksomhed / mio. kr.	Earnings after tax	Owners Equity	Return on Equity
NNIT A/S	183,0	1.169,0	15,7%
Columbus A/S	97,0	639,0	15,2%
EPAM Systems,INC	1.632,0	8588,4	19,0%
Globant S.A	367,2	2.978,4	12,3%
Endava PLC	199,2	1.377,8	14,5%
Netcompany	388,5	2.071,7	18,8%
Gennemsnit (ROE)			15,9%

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår i tabel 5.8 ovenfor, er tallene vist i mio. kr. Virksomhederne EPAM Systems, INC og Globant S.A aflægger årsrapport i amerikanske Dollars og der er brugt en kurs 6,8⁷⁹ til omregning i Danske kroner. Desuden aflægger Endava PLC årsregnskab i britiske Pund og her er brugt en kurs 8,8⁸⁰ til omregning til danske kroner.

Tabel 5.8 viser at der er en spredning i ROE fra 12,3% til 19%. Spredningen udgør således 6,7%-point. Som ovenstående tabel viser er det Globant S.A der bidrager med den laveste ROE på 12,3% og EPAM Systems, INC der bidrager med den højeste ROE på 19%. Desuden viser tabellen også at den gennemsnitlige ROE er på 15,9%. Holdes den Gennemsnitlige ROE op mod Netcompanys ROE på 18,8% så er deres forretning af egenkapital attraktiv, set ud fra en investors synspunkt. Netcompany afviger kun med 0,2%-point fra EPAM Systems, INC som har den højeste forrentning af egenkapitalen.

⁷⁹ <https://www.valutakurser.dk/> Kurs d. 06.02.2020

⁸⁰ <https://www.valutakurser.dk/> Kurs d. 06.02.2020

5.5 Delkonklusion

Ovenstående analyse giver indblik i Netcompanys økonomisk udvikling gennem de seneste fire år, samt giver indblik i hvordan Netcompany placerer sig i forhold til konkurrerende virksomheder indenfor branchen set fra investors synspunkt.

Desuden har dette kapitel haft til formål at besvare underspørgsmål 2.⁸¹ Som det fremgår af analysen er Netcompany en virksomhed der har præsteret stor omsætningsvækst, hvilket kommer til udtryk i nøgletallet operating profit margin. De har i de 4 analyse år formået at øge netop dette nøgletal med 6%-point. Stigningen heri kan henføres direkte til større omsætning, grundet øget salg og vundne markedsandele. Trods omsætningsvæksten har Netcompany stadig formået at nedbringe den finansielle gearing, ved stigning i finansielle multipler, som blandt andet kan henføres til stigning i financial cost ratio og fald i financial structure ratio i analyseperioden. En stigende omsætning uden forøgelse af ekstern finansiering vurderes som værende en stærk side i Netcompanys økonomi. Ovenstående parametre har også bidraget til stigning i ROE, hvilket alt andet lige vil øge interessen fra investorer, da de vil få større afkast af deres investering.

Nøgletallet ROE er endvidere benchmarket op mod sammenlignelige virksomheder i både ind- og udland. I benchmarkanalysen er det også blevet synliggjort at Netcompany ligger blandt de to virksomheder, der har det højeste afkast ud fra de seneste aflagte regnskaber. Dette anses også som en stærk side i Netcompanys nuværende økonomi.

Regnskabsanalysen for Netcompany har desuden også vist, at arbejdskapitalen (WCR) gennem analyseperioden har været stigende, hvilket isoleret set har forringet virksomhedens likviditet. Stigningen i arbejdskapitalen er forventelig, da der er tale om en virksomhed i vækst. Dog må det anses som en svag side i udviklingen af Netcompanys økonomi i analyseperioden, da der ikke er meget andet negativt at slå ned på. Optimering af arbejdskapitalen bør være et løbende fokuspunkt for Netcompany.

⁸¹ "Med baggrund i en regnskabsanalyse, hvilke stærke og svage sider ses der i Netcompanys økonomiske data?"

Som det fremgår af ovenstående delkonklusion, er der klart flest stærke sider i Netcompanys økonomi på nuværende tidspunkt. Det er derfor interessant at undersøge om denne sunde finansielle stilling kan vare ved på sigt. Dette belyses senere i opgaven.

6. Værdiansættelse

I dette afsnit værdiansættes Netcompany, i et forsøg på at vurdere, om virksomhedens aktiekurs på børsen er over- eller undervurderet. Vurderingen er interessant for både eksisterende og potentielle nye investorer i selskabet.

Vejen til værdiansættelsen starter med et underafsnit, hvor der foretages budgettering. Med afsæt i budgetteringsafsnittet foretages værdiansættelsen med en DCF-model. Der vil i den forbindelse også blive foretaget en følsomhedsanalyse, for at vurdere den prismæssige konsekvens, ved ændringer i de skøn og estimeringer der er foretaget budgetteringen. Der foretages derefter yderligere værdiansættelser via multipelanalyser, som er en mere simpel form for værdiansættelse. Resultatet i DCF-værdiansættelsen sammenlignes resultaterne fra multipelanalyserne. Slutteligt vil der blive foretaget en vægtning af de resultater der er beregnet i kapitlet, og den endelige værdiansættelse præsenteres.

6.1 Budgettering

De to seneste afsnit i afhandlingen, har omhandlet en analyse af Netcompanys regnskaber samt en analyse af de strategiske forhold omkring virksomheden, både internt og eksternt. De erfaringer der er skabt i disse to afsnit, danner fundamentet for budgetteringen og dermed forventningerne til de fremtidige resultater i Netcompany. Med afsæt i budgetteringen, foretages der senere en værdiansættelse af virksomheden.

6.1.1 Budgetperiodens længde

Budgetperiodens længde har stor indflydelse på resultatet af værdiansættelsen af virksomheden. Specielt for virksomheder i høj vækst, er det vigtigt at denne egenskab indregnes. Her er det velegnet med en længere budgetperiode, så værdien af væksten får mulighed for at blive indregnet fuldt ud. Virksomheder der har en lavere vækst, kan i højere grad nøjes med en kortere budgetperiode. Da længden på budgetperioden er afgørende, er det vigtigt at identificere de faktorer, der har indflydelse på valget. En af de vigtigste faktorer i valget af længden på budgetperioden er vækstudsigterne for branchen som virksomheden befinder sig i. Som beskrevet i afhandlingens afsnit omkring strategisk analyse, forventes der

en annualiseret årlig vækstrate i branchen for IT-løsninger på 2% til 3% i perioden 2019 til 2022. Der observeres også et behov for fortsat digitalisering inden for både det private og offentlige. Denne vurdering understøttes af den politiske vilje på området, hvor der er fremlagt en strategi med investering i den digitale omstilling, som beskrevet i den strategiske analyses afsnit omkring politiske forhold.

En anden betydende faktor for valget af budgetperiodens længde, er virksomhedens konkurrenceevne. Det bør stå klart for en hver, at Netcompany står i en gunstig konkurrencemæssig situation, hvis man sammenligner den forventede vækst i branchens med Netcompanys egne forventninger om en vækst på 18% til 20% i 2020. Da Netcompanys vækst er markant over branchens, erobrer de dermed markedsandele i et højt tempo. Grunden til at de vinder markedsandele er, at de har en konkurrencemæssig fordel, som beskrevet i afsnittet om strategisk analyse. I korte træk bygger den konkurrencemæssig fordel på talentfulde medarbejdere, beviselig "track-record" hvor de afleverer projekterne til tiden i den ønskede kvalitet, konkurrencedygtige priser samt en stærk virksomhedskultur.

Betragtningerne omkring branchens vækst og Netcompanys konkurrencemæssige situation kan benyttes til at udvælge en passende længde for budgetperioden. Til dette, benyttes nedenstående tabel 6.1.

Tabel 6.1 Overvejelser vedrørende budgetperiodens længde

		Vækstudsigter for branchen		
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
Virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på langt sigt	10 år	20 år	20 år

Kilde: Lindholm og Sloan (2007)⁸²

⁸² Som set i: Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang – side 320.

Som beskrevet ovenfor, vurderes det at Netcompany har en konkurrencemæssig fordel. De har dog ikke stærke patenter eller lignende der gør, at den konkurrencemæssige fordel kan betragtes som værende til stede på lang sigt. Derfor vurderes Netcompany at have en konkurrencemæssig fordel, men kun på kort sigt.

Branchens forventede annualiserede vækstrate er som nævnt ovenfor på 2% til 3% i perioden 2019 til 2022, hvilket er højere end OECD's vurdering for dansk økonomi i sin helhed på 1,4% i både 2020 og 2021.⁸³ Vækstudsigterne for branchen vurderes derfor som værende medium, da den forventes at vokse mere end økonomien generelt.

Med en konkurrencemæssig fordel på kort sigt samt en medium vækstudsigt, anbefaler tabellen en budgetperiode på ti år. Selvom teorien bag tabellen beskriver at den kun er vejledende, vurderes betragtningerne bag dog så rimelige, at en budgetperiode på ti år benyttes i værdiansættelsen i denne afhandling.

6.1.2 Budgettering af salgsvækst

I budgetteringen er det afgørende at definere salgsvæksten for Netcompany i budgetperioden. Salgsvæksten består af branchens salgsvækst samt enten et tillæg eller fradrag i forhold til Netcompanys egen præstation.

Branchen som helhed forventer, som nævnt ovenfor, en vækst på 2% til 3% årligt i årene 2019 til 2022. Da der er intet der indikerer en afmatning i efterspørgslen på IT-løsninger, vurderes det rimeligt at forvente en fortsat vækst, inden for samme interval i hele budgetperioden. Grundet den politiske vilje og den generelt store efterspørgsel efter IT-løsninger, vurderes det desuden, at der i branchen kan opnås en vækst i toppen af spændet i hele budgetperioden.

Netcompany forventer selv, som præsenteret i deres årsrapport for 2019, en vækst i 2020 i niveauet 18% til 20%. Henset til Netcompanys stærke strategiske position på markedet vurderes det sandsynligt at Netcompany kan lykkes med en vækst på 20% i 2020. Derfra og i årene frem vurderes Netcompany stadig som værende i en stærk position, dog forventes konkurrenterne langsomt, at ville kunne nedbringe Netcompanys konkurrencemæssige

⁸³ OECD – Economic Outlook November 2019 – side 117.

fordel. Dette kan ske enten fra store udenlandske virksomheder, der trænger ind på det danske marked, eller fra Netcompanys eksisterende konkurrenter i Danmark, som nævnt i afhandlingens strategiske analyseafsnit. Derfor forventes det at Netcompanys vækstrate vil falde jævnt i budgetperioden. I begyndelsen af budgetperioden forventes væksten at være markant højere hos Netcompany, end ved konkurrenterne. I slutningen af budgetperioden forventes denne forskel at være udjævnet, så Netcompany og konkurrenterne har omtrent samme vækstrate.

Der opstilles en sammenfattende tabel i slutningen af dette afsnit, der præsenterer den forventede salgsvækst.

6.1.3 Budgettering af EBIT-margin

Det er også afgørende at få defineret EBIT-marginen, som også går under navnet operating profit margin, der viser hvor stor en del af virksomhedens omsætning der resterer til dækning af omkostninger, der ikke kan relateres til den primære driftsaktivitet.

I afhandlingens regnskabsanalyse ses der en klar tendens i Netcompanys EBIT-margin, da denne i perioden 2016 til 2019 er forbedret fra 14,8% til 20,8%. Det forventes at EBIT-marginen kan styrkes over de kommende år grundet Netcompanys empiriske innovation, som er beskrevet i afhandlingens afsnit omkring strategisk analyse, hvor de genbruger løsninger og dermed kan opnå en besparelse i deres projekter. Dette bidrager til en styrkelse af EBIT-marginen.

Dog opleves der i branchen for IT-løsninger udfordringer med at tiltrække kvalificeret arbejdskraft, som også er beskrevet i den strategiske analyse. Dette risikerer at medføre et lønpres i branchen, hvor der ved konkurrence om de bedste medarbejdere, vil en højere løn i større grad blive brugt som parameter. Denne effekt er allerede til stede i markedet i dag, men det vurderes at dette vil styrkes over de kommende år. Dette forventes at kunne have en negativ indvirkning på Netcompanys EBIT-margin.

Overordnet set vurderes det, at Netcompanys løbende innovation, og dermed omkostningsreduktion, vil udvikle sig stærkere end de øvrige omkostninger i en periode frem mod 2022. Herefter forventes det, at lønpresset få en større indvirkning og det vil reducere marginen indtil et fast punkt indtræffer, og disse faktorer vil udjævne hinanden. Dette budgetteres til at indtræffe i 2025.

I dette afsnits slutning, opstilles der en sammenfattende tabel, der viser den budgetterede udvikling i EBIT-marginen.

6.1.4 Budgettering af skatteprocent

Den aktuelle skattesats for selskaber er 22%.⁸⁴ Efter at satsen for selskabsskat løbende er blevet nedbragt fra 25% i 2013, har satsen været fast på 22% siden 2016. Der er aktuelt ikke indgivet lovforslag omkring ændring af selskabsskattesatsen, hvorfor der ikke er noget der indikerer at en ændring er nært forestående. Den aktuelle skatteprocent på 22% benyttes derfor i hele budgetperioden inklusive terminalår.

6.1.5 Budgettering af dividendeudbetalinger

I Netcompanys årsrapport for 2019 bragte bestyrelsesformand Bo Rygaard nyheden omkring forventede dividendeudbetalinger, med opstart umiddelbart efter fremlæggelsen af årsrapporten for 2020. Da selskabet ikke havde forventninger til store opkøb vurderede han, at selskabets cash flow var så tilfredsstillende, at der ville være plads til dividendeudbetalinger fremadrettet. I årsrapporten fremgår det at Netcompany vil udbetale op til 50 % af deres frie cash flow, efter de har nedbragt deres gæld, så deres gearing er nedbragt til mellem 0,5 og 1.⁸⁵ Analyser udarbejdet af Danske Bank og Nordea beregner begge et forventet udbytte i 2020 i niveauet 75 til 100 mio. kr., svarende til 1,5 til 2,0 kr. pr. aktie.^{86 87} For 2020 tages der udgangspunkt i de to samstemmende eksterne analyser, og der budgetteres med en udbyttebetaling i den høje ende af intervallet, nemlig 100 mio. kr.

⁸⁴ <https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oID=2049049>

⁸⁵ Netcompany - Årsrapport 2019, side 61.

⁸⁶ Danske Bank, Equity Research, Netcompany 07.02.2020 side 1.

⁸⁷ Nordea, Commissioned Equity Research, Netcompany 07.02.2020 side 1.

Senere i dette afsnit udarbejdes der også en analyse af Netcompanys pengestrømme (cash flow) samt balance. Med henvisningerne til kommentarerne fra årsregnskabet 2019, budgetteres der derfor med en dividendeudbetaling på 50% af det frie cash flow, efter selskabets gearing er inden for deres målsætning.

6.1.6 Øvrige budgetteringsmæssige overvejelser og antagelser

Som det fremgår tidligere i afsnittet, ønsker Netcompany at udbetale dividende når deres gearing er i niveauet 0,5 til 1. Der antages derfor at selskabet ikke ønsker at overskride denne grænse i budgetperioden. Dette ville dog kunne blive relevant, hvis Netcompany eksempelvis ønsker at gennemføre et virksomhedsopkøb, men henset til afhandlingens afgrænsning, vil dette ikke blive undersøgt nærmere.

I Netcompanys årsrapporter fremgår der en post omkring udskudt skat, hvilket er udtryk for forskellen mellem de regnskabsmæssige afskrivningsregler og de skattemæssige afskrivningsregler. Set over perioden i regnskabsanalysen fra 2016 til 2019 ses der ikke voldsomt store udsving i posten udskudt skat. Derfor antages den udskudte skat i budgetperioden, at være konstant med den, der fremgår i regnskabsåret 2019. Det antages derfor, at den regnskabsmæssige afskrivning og den skattemæssige afskrivning er ens i budgetperioden. I praksis vil der formentlig være forskel mellem de årlige regnskabsmæssige og skattemæssige afskrivningsværdier, hvilket vil bidrage til en lille ændring i den udskudte skat. Grundet de små historiske udsving på posten, vurderes det ikke at have nævneværdig indflydelse på værdiansættelsen af Netcompany.

En meget stor del af Netcompanys aktivmasse består af immaterielle aktiver, herunder goodwill. Ifølge revisionsvirksomheden EY kan goodwill afskrives lineært, progressivt eller degressivt.⁸⁸ Ifølge noterne i Netcompanys årsregnskab for 2019, afskrives selskabets goodwill ikke lineært, progressivt eller degressivt, men i stedet via nedskrivningstests, som gennemføres mindst en gang årligt.⁸⁹ Da det ikke vurderes muligt at gennemføre tests frem i tid med baggrund i en budgetperiode, anvendes i stedet EY's vurderinger og der vælges en lineær afskrivningsmetode for immaterielle aktiver. Henset til de historiske afskrivninger i

⁸⁸ EY – Indsigt i årsregnskabsloven 2017/18 – side 254.

⁸⁹ Netcompany – Årsrapport 2019 – side 89.

Netcompany i perioden 2016 til 2019 vurderes en fast lineær afskrivning på de immaterielle aktiver på 100 mio. kr. at være både rimelig og retvisende, hvorfor dette vælges til budgetperioden.

De øvrige anlægsaktiver, udover de immaterielle aktiver, budgetteres med en lineær afskrivning over 10 år.

Netcompany foretager løbende investeringer i udstyr og finansiel leasing som aktiveres i balancen. Med udviklingen i Netcompanys andre aktiver fra 2018 til 2019 på omkring 30 mio. kr., fastsættes forventningen til 2020 som værende i samme niveau. Der budgetteres derfor med investeringer for 30 mio. kr. i 2020. Udviklingen i denne post over budgetperioden vurderes at ville følge udviklingen i salgsvæksten for Netcompany.

Som følge af flere aktiverede brugsrettigheder af leasingaktiver i balancen, vil der også ske en udvikling i den kortfristede leasinggæld. Denne udvikling budgetteres til, ligesom investeringerne, at følge udviklingen i Netcompanys salgsvækst i budgetperioden.

Netcompanys står ved udgangen af regnskabsåret i en gunstig situation, med en overskuelig gældsbyrde i forhold til deres indtjening og cash flow. Netcompanys gæld består primært af lang gæld, der er stiftet i forbindelse med opkøb af andre virksomheder. Netcompany afdrog omkring 150 mio. kr. på deres lange gæld i regnskabsåret 2019. Der budgetteres med afdrag på 140 mio. kr. i 2020 og derefter forventes afdragsbyrden gradvist at blive reduceret hen over budgetperioden, så al deres lange gæld forventes at være tilbagebetalt ved udgangen af 2029. En oversigt over den budgetterede afdrag findes i pengestrømsopgørelsen, som præsenteres senere i afsnittet.

Som følge af den forventede udvikling i Netcompanys omsætning, vurderes der også at være behov for øget arbejdskapital. Udviklingen i arbejdskapitalen over budgetperioden budgetteres til at følge samme udvikling, som Netcompanys budgetterede salgsvækst.

6.1.7 Terminalperiodens forudsætninger

De ovenstående punkter i budgetteringsafsnittet er alle vigtige for værdiansættelsen af Netcompany, men terminalperioden spiller også en meget stor rolle heri. Terminalperiodens forudsætninger opstilles derfor i dette afsnit.

Det er vigtigt af få fastsat en konstant vækstrate, der definerer hvad økonomien kan forventes at vokse med fra terminaltidspunktet og fremadrettet.

OECD forudser i deres "Economic Outlook" fra november 2019 en stigning i Danmarks BNP på 1,4% i henholdsvis 2020 og 2021. I perioden 2012 til 2019 har den danske vækst i BNP været 1,9% i gennemsnit.⁹⁰ De historiske gennemsnitlige vækstrater i Eurozonen har fra 2012 til 2019 været på 1,5%. OECD forventer også kun en begrænset stigning i Eurozonens BNP på 1,1% og 1,2% i henholdsvis 2020 og 2021.⁹¹ De meget beskedne historiske vækstrater i både Danmark og Eurozonen over de seneste par år, samt OECD's lave vækstforventning til de kommende år, indikerer, at vi er i en periode med lavvækst. Da der ikke er noget der tydeligt indikerer at vi er på vej ud af denne lavvækstperiode vurderes det rimeligt, at have lave forventninger til BNP-væksten for terminalperioden. En årlig vækst i økonomien på 1,5% vurderes derfor som værende retvisende.

Udover den økonomiske vækst, skal der i den konstante vækstrate også indregnes inflationsforventninger. Inflationen i Danmark har også været lav i de senere år, hvilket data om forbrugerprisindekset fra Danmarks Statistik bekræfter. I perioden 2012 til 2019 har den gennemsnitlige årlige stigning i forbrugerprisindekset været 0,9%.⁹² OECD forventer i deres "Economic Outlook" fra november 2019 at Danmark vil opleve en stigning i forbrugerprisindekset på 0,9% og 1,4% i henholdsvis 2020 og 2021.⁹³ Den primære opgave i Europæiske Centralbank er at opretholde prisstabilitet, med dette menes der at opretholde en inflation under, men tæt på 2%.⁹⁴ Da Danmark har en fastkurspolitik over for euroen, følger de i praksis samme inflationsmål. Henset til den historiske inflation, OECD's estimater samt ECB's ønske om prisstabilitet, vurderes det retvisende at anvende en inflationsrate på 1,65% i terminalperioden.

⁹⁰ <https://www.statistikbanken.dk/NAN1> - Danmarks Statistik - Realvækst i BNP.

⁹¹ OECD – Economic Outlook November 2019 – side 13 og 123.

⁹² <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/priser-og-forbrug/forbrugerpriser/forbrugerprisindeks>

⁹³ OECD – Economic Outlook November 2019 – side 117.

⁹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>

Sammenlægges den forventede vækst i økonomien på 1,5% samt inflationsraten på 1,65%, fremkommer den konstante vækstrate på 3,15%, som vil blive anvendt i terminalperioden.

Det forventes at Netcompany i terminalperioden kan opretholde en konstant EBIT-margin på 22%, henset til de nævnte faktorer opstillet tidligere i budgetteringen.

6.1.8 Sammenfatning på budgettering

I følgende afsnit præsenteres en sammenfatning af den beskrevne budgettering, samt præsentation af denne i form af resultatopgørelse, balance (Managerial Balance Sheet) og en pengestrømsopgørelse.

Nedenfor opstilles en tabel over budgetteringen.

Tabel 6.2 Oversigt over budgettering, i mio. kr.

	Budgetperiode											Terminal- år
Budgettering	2019R	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Omsætningsvækst												
Branchen		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Netcompany		17%	15%	13%	11%	9,0%	7,0%	5,0%	3,0%	2,0%	1,0%	
Samlet omsætningsvækst		20%	18%	16%	14%	12%	10%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,15%
EBIT-margin		21,5%	22,5%	23,5%	23%	22,5%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Skatteprocent		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Afskrivninger goodwill i mio. kr.		-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Afskrivninger andre anlægsaktiver i mio. kr.		-15	-16	-18	-20	-23	-26	-29	-32	-36	-39	-42
Afskrivninger i alt i mio. kr.		-115	-116	-118	-120	-123	-126	-129	-132	-136	-139	-142
Årets investeringer		30	35	41	47	52	58	62	66	69	72	74
Kortfristet leasinggæld	39	47	56	65	74	83	91	98	104	109	114	117
Arbejdskapital debitorer	895	1.074	1.267	1.470	1.676	1.877	2.065	2.230	2.364	2.482	2.581	2.662
Arbejdskapital kreditorer	520	624	736	854	974	1.091	1.200	1.296	1.373	1.442	1.500	1.547
Arbejdskapital i alt (WCR)	375	450	531	616	702	786	865	934	990	1.040	1.081	1.116

Kilde: Egen tilvirkning.

I tabel 6.2 vises den budgetterede udvikling i omsætningsvæksten, EBIT-marginen samt skatteprocenten. Derudover opstilles den budgetterede udvikling i afskrivninger, årets investeringer samt leasinggæld. Slutteligt er der opstillet den budgetterede udvikling i arbejdskapitalen, som i takt med omsætningsvæksten stiger for både kreditorer og debitorer.

Værdierne fra tabel 6.2 danner fundamentet for den kommende resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse. Nedenfor præsenteres først resultatopgørelsen.

Tabel 6.3 Resultatopgørelse for budgetperiode og terminalår, i mio. kr.

Resultatopgørelse	Budgetperiode										Terminalår
Mio. kr.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsætning	2.945	3.475	4.031	4.595	5.146	5.661	6.114	6.481	6.805	7.077	7.300
Afskrivninger	-115	-116	-118	-120	-123	-126	-129	-132	-136	-139	-142
EBITA	748	898	1.065	1.177	1.281	1.371	1.474	1.558	1.633	1.696	1.748
Driftsoverskud fra salg, før skat(EBIT)	633	782	947	1.057	1.158	1.245	1.345	1.426	1.497	1.557	1.606
Skat på EBIT	-139	-172	-208	-233	-255	-274	-296	-314	-329	-343	-353
Samlet driftsoverskud, efter skat	494	610	739	824	903	971	1.049	1.112	1.168	1.214	1.253
Netto finansielle omkostninger efter skat	-39	-34	-29	-24	-20	-17	-14	-10	-8	-5	-4
Nettooverskud	455	576	710	800	883	955	1.036	1.102	1.160	1.210	1.249

Kilde: Egen tilvirkning.

Tabel 6.3 indeholder resultatopgørelsen for budgetperioden samt terminalåret. Der budgetteres med en vækst i omsætningen over hele perioden, dog med aftagende vækstrater. Finansielle omkostninger ses med en faldende tendens over budgetperioden, grundet afvikling på Netcompanys gæld. Nettooverskuddet forventes også styrket over budgetperioden.

Med baggrund i budgetforventningerne og resultatopgørelsen, kan balancen nu præsenteres, hvilket sker i tabellen nedenfor.

Tabel 6.4 Balance i budgetperiode og terminalår, i mio. kr.

Årsrapport	Budgetperiode											Terminal- år
Managerial Balance Sheet	2019R	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Immaterielle aktiver	2.551	2.451	2.351	2.251	2.151	2.051	1.951	1.851	1.751	1.651	1.551	1.451
Andre anlægsaktiver	146	162	181	204	230	260	291	325	358	392	425	456
Anlægsaktiver i alt	2.697	2.612	2.531	2.454	2.381	2.310	2.242	2.175	2.109	2.042	1.975	1.907
Likvider	132	396	513	703	945	1.235	1.568	1.943	2.353	2.794	3.312	3.867
Arbejdskapital (WCR)	375	450	531	616	702	786	865	934	990	1.040	1.081	1.116
Hensættelser	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70
Omsætningsaktiver i alt	438	776	974	1.249	1.577	1.952	2.363	2.807	3.273	3.764	4.324	4.913
Invested Capital	3.134	3.388	3.505	3.704	3.958	4.262	4.605	4.982	5.382	5.806	6.299	6.820
Egenkapital	2.072	2.466	2.713	3.031	3.396	3.799	4.232	4.695	5.174	5.673	6.185	6.703
Langfristet gæld	1.023	875	737	608	489	380	282	190	104	23	0	0
Kortfristet leasing	39	47	56	65	74	83	91	98	104	109	114	117
Kortfristet gæld i alt	39	47	56	65	74	83	91	98	104	109	114	117
Gæld i alt	1.063	923	793	673	563	463	373	288	208	133	114	117
Capital Employed	3.134	3.388	3.505	3.704	3.958	4.262	4.605	4.982	5.382	5.806	6.299	6.820

Kilde: Egen tilvirkning.

Tabel 6.4 viser Netcompanys budgetterede balance, præsenteret som et "Managerial Balance Sheet", for budgetperiode samt terminalår. Et Managerial Balance Sheet, er en omskrevet balance, hvor nettoposten for kreditorer og debitorer samles på aktivsiden som Working Capital Requirement(WCR). Et Managerial Balance Sheet giver er klarere billede af en virksomheds investeringer og hvordan disse er finansieret, i forhold til en almindelig balance.⁹⁵

Netcompanys immaterielle aktiver, primært bestående af goodwill fra opkøb af virksomheder, budgetteres nedbragt over budgetperioden grundet de løbende afskrivninger herpå. Selv om der budgetteres med en stigning i andre anlægsaktiver, forventes der et samlet fald i anlægsaktiver i alt.

Netcompanys langfristede gæld budgetteres som indfriet i slutningen af budgetperioden, grundet den løbende tilbagebetaling.

Egenkapitalen forventes løbende styrket over budgetperioden, stigende fra 2.072 mio. kr. i 2020 til 6.299 mio. kr. i 2029, svarende til en styrkelse af soliditetsgraden fra 66% til 98%.

⁹⁵ Hawawini & Viallet - Finance for executives – side 19.

Der ses også en stor opbygning af likvider stigende fra 132 mio. kr. i 2020 til 3.312 mio. kr. i 2029. Styrkelsen af egenkapitalen, soliditeten og den likvide beholdning kan virke voldsom, men der henvises til de forudsætninger der er opstillet i afgrænsningen. Her hentydes der primært til punktet omkring afgrænsning fra foretagne virksomhedsopkøb i budgetperioden. Hvis ikke afgrænsningen var opstillet ville man kunne forvente, at Netcompany ville gennemføre yderligere opkøb eller udbetale en større andel af resultatet som udbytte.

Efter gennemgang af resultatopgørelse og balance, kan pengestrømsopgørelsen præsenteres, hvilket sker nedenfor.

Tabel 6.5 Pengestrømsopgørelse i budgetperiode og terminalår, i mio. kr.

Pengestrømsopgørelse	Budgetperiode										Terminalår
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Samlet driftsoverskud, efter skat	494	610	739	824	903	971	1.049	1.112	1.168	1.214	1.253
-Afskrivninger	-115	-116	-118	-120	-123	-126	-129	-132	-136	-139	-142
Ændring i arbejdskapital	75	81	85	86	84	79	69	56	50	42	34
Nettoinvesteringer	30	35	41	47	52	58	62	66	69	72	74
Free Cash Flow	503	494	621	704	780	845	920	980	1.032	1.075	1.110
Afdrag på gæld	140	130	120	110	100	90	85	80	75	19	0
Dividende	100	247	310	352	390	423	460	490	516	538	555
Ændring i likvid beholdning	263	117	190	242	290	333	375	410	441	519	555
Samlet finansiering	503	494	621	704	780	845	920	980	1.032	1.075	1.110

Kilde: Egen tilvirkning.

Tabel 6.5 viser pengestrømmene i budgetperioden samt terminalåret. Der ses et stigende frit cash flow over budgetperioden, hvilket fordeles på afdrag på gæld, udbetalinger af dividende samt opsparet likvid beholdning. Over budgetperioden udgør posten af afdrag på gæld en mindre og mindre del af det frie cash flow, hvilket muliggør stigende dividender og opsparing af likvider.

6.2 Værdiansættelse via DCF-model

Dette kapitel kommer til at omhandle værdiansættelse af Netcompany ved hjælp af Discounted Cash Flow (DCF-model). Der vil i kapitlet blive lavet en introduktion til DCF-modellen, samt hvilke forudsætninger der skal være klarlagt, før der kan laves en

værdiansættelse. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i den strategiske analyse, regnskabsanalysen samt budgetteringsafsnittet. Ydermere vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, der viser værdiansættelsen efter justering i nogle af antagelserne. Kapitlet afsluttes med et kritisk blik på DCF-modellen.

Discounted Cash Flow er en måde at værdiansætte en virksomhed på, ud fra nutidsværdien af de forventede fremtidige frie pengestrømme (FCF). Det betyder at de fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres. For at kunne tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme, skal Netcompanys vægtede omkostninger opgøres (WACC). I afsnittet nedenfor vil WACC blive beskrevet yderligere og Netcompanys WACC vil blive beregnet.

6.2.1 WACC

WACC står for Weighted Average Cost of Capital og er et udtryk for afkastkravet, til såvel aktionærer som långivere. Der er tale om et minimums krav til afkastet ud fra de forventninger, der er til den investerede kapital. Den udregnede WACC er et væsentligt element i værdiansættelsesmodellen DCF, da det som nævnt ovenfor er et udtryk for Netcompanys vægtede omkostninger. De vægtede omkostninger består både af omkostninger, der er forbundet med Netcompanys egenkapital, og omkostninger forbundet med fremmed kapital fra eksterne finansieringskilder. WACC beregnes på baggrund af nedenstående formel⁹⁶:

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D}$$

WACC-formlen består af forskellige elementer og for at lette forståelsen, bliver de forskellige led og elementer i WACC-formlen udspecificeret nedenfor.

Overordnet set er WACC-formlen delt op i to led. Det første led er en udregning på de omkostninger, der er forbundet med Netcompanys egenkapital, og det andet led er de omkostninger, der er forbundet med den eksterne finansiering altså fremmedkapitalen.

⁹⁶ Gabriel Hawawini og Claude Viallet, Finance for executives, 6. udgave Managing for value creation s.427.

6.2.2 Omkostninger til egenkapital

Som tidligere nævnt er det første led i WACC-formlen omkostninger til egenkapital, betegnet som K_E .

For at kunne beregne K_E er der nogle forudsætninger, der skal være på plads.

Forudsætningerne der skal bruges er følgende:

- Den risikofrie rente
- Investorerens risikopræmie
- Netcompanys betaværdi på aktien.

Den risikofrie rente der anvendes, er den gældende rente på statsobligationer. Sædvanligvis anvendes renten på et risikofrit papir med lang varighed, der er i overensstemmelse med varigheden på de pengestrømme, der skal tilbagediskonteres. I praksis anvendes ofte den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation som estimat for den risikofrie rente.⁹⁷ Ifølge Danmarks Statistik er den effektive rente på statsobligationer i 2019 på 0,1%, hvilket er på et utroligt lavt niveau, historisk set jf. figur 6.1 nedenfor.

Figur 6.1 Rentesatser danske 10-årige statsobligationer



Kilde: Danmarks Statistik, Penge og kapitalmarked, Rentesatser, 10-årig dansk statsobligation.

97 Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele. RÅDGIVNINGSDVALGET
DECEMBER 2002

Figur 6.1 ovenfor viser en renteoversigt på 10-årige danske statsobligationer. Med den historiske udvikling in mente, kan der med rette stilles spørgsmålstegn ved, om obligationsrenterne forbliver på så lavt et niveau fremover. I udregningen af WACC antages det derfor, at den risikofrie rente siger til 1%. Baggrunden for at hæve den risikofrie rente skyldes også, at den beregnede WACC vil benyttes i hele budgetperioden, og det vurderes derfor mere retvisende, at denne ses over en længere periode.

Investorernes risikopræmie er det afkastkrav, som en investor vil have for at investere i Netcompanys aktie, i stedet for at investere i risikofrie statsobligationer. I følge skattestyrelsen, som referer til undersøgelser lavet af revisionsfirmaet PWC samt Holm, Petersen og Plenborg (2005), så er der konsensus om en markedsrisikopræmie i niveauet 4-5%⁹⁸. Henvises der til bogen "Finance for Executives 6. udgave af Hawawini og Viallet, så bruger de i deres eksempel en markedsrisikopræmie på 5 %, så der er derfor rimelig enighed om, i hvilket niveau risikopræmien bør være.

Det vurderes derfor, at 5% er et realistisk niveau for markedsrisikopræmien, hvorfor denne benyttes i beregningen af WACC.

Netcompanys betaværdi på aktien er et udtryk for den systemiske risiko for aktiens afkast, indenfor deres sektor. Det betyder, betaværdien er en sammenhæng mellem Netcompanys aktieafkast og sektorens afkast. Dette kan også defineres som følsomheden af Netcompanys aktieafkast, i forhold til ændringen i markedsporteføljens afkast. Har en aktie en betaværdi over 1, så har den givne aktie en større systemisk risiko. Dette betyder, at aktien stiger mere end markedet, hvis dette stiger, men til gengæld falder aktien også mere, hvis markedet falder.

Som tidligere nævnt i afhandlingen blev Netcompany noteret på børsen i 2018, og derfor har de kun været på børsen i en forholdsvis kort periode. Dette betyder at beregning af beta kan vise et forkert billede af, hvor følsom Netcompanys aktie i realiteten er. De mest anvendte betaberegninger anvender en 5-årig periode, hvorfor Netcompanys korte periode kan give misvisende resultater.⁹⁹

⁹⁸ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219>

⁹⁹ Brealey, Myers, Marcus – Fundamentals of corporate finance 7th ed. – s.348

Betaværdien er beregnet ved, at registrere den daglige udvikling i Netcompanys aktiekurs fra dagen, hvor den kom på børsen og frem til d. 06.02.2020. Udviklingen i aktiekursen er så sammenlignet med udviklingen på indeksværdien på OMXC large CAP PI i perioden 07.06.2018 til 06.02.2020. Rent teknisk beregnes kovariansen af ændringerne i Netcompanys samt indeksets daglige procentvise ændringer, og divideres med variansen af de procentvise ændringer i indekset. Beregningen viser at betaværdien for Netcompanys aktie er på 0,78.¹⁰⁰

For at sætte den beregnede betaværdi i perspektiv, er værdien sammenlignet med Aswath Damodaran's datasæt omkring betaværdier ud fra forskellige brancher.¹⁰¹ Damodaran er en anerkendt professor fra New York University. Datasættet viser, at softwarevirksomheder har en betaværdi på 1,20 og til sammenligning er den beregnede betaværdi på Netcompany 0,78, hvilket divergerer i forhold til Damodaran's betragtninger.

Som beskrevet ovenfor viser Damodaran's beregninger, at betaværdien indenfor virksomheder, der udvikler software løsninger har en betaværdi på 1,20¹⁰². Dette betyder at Netcompanys aktie bør være 20% mere volatil end markedet som helhed.

Grundet Netcompanys forholdsvis korte tid på børsen, så den beregnede betaværdi kan være upræcis, vurderes det at være mest retvisende, at anvende Damodaran's beregnede betaværdi i WACC-beregningen.

Med baggrund i ovenstående undersøgelser er omkostninger til egenkapitalen (K_E) i Netcompany beregnet til følgende:

- Risikofri rente: 1%
- Investorenes risikopræmie: 5,0%
- Betaværdi: 1,20

$$K_E = 1 + 5 * 1,20 = 7,0\%$$

Ovenstående viser således at investorernes afkast krav er på 7,0%.

¹⁰⁰ Se bilag 1

¹⁰¹ Se bilag 2

¹⁰² http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

6.2.3 Omkostninger til fremmedkapital

Som nævnt tidligere i dette kapitel, er det andet led i WACC-formlen omkostninger til fremmedkapital betegnet som K_D . For at kunne beregne K_D , skal følgende forudsætninger fastlægges:

- Den risikofrie rente
- Kreditpræmie
- Skatteprocent

Den risikofrie rente blev i afsnittet ovenfor antaget til at være 1%.

Kreditpræmien ved at finansiere Netcompany er vanskeligt at vurdere, eftersom der ikke er mange sammenlignelige virksomheder, der har udstedt virksomhedsobligationer. I stedet tages udgangspunkt i data fra Aswath Damodaran. Han opstiller datasæt med såvel gennemsnitlige betaværdier som omkostningsprocenter til gæld. Med baggrund i Damodarans anerkendte position indenfor værdiansættelse, benyttes disse antagelser. Omkostninger til gæld i branchen udgør 3,67% som anvendes til kreditors risikopræmie.¹⁰³

Skatteprocenten for selskaber er budgetteret tidligere i afhandlingen til at udgøre 22% og benyttes derfor både i budgetperioden samt terminalperioden.

Ud fra ovenstående forudsætninger er beregningen af omkostninger til fremmed kapital (K_D) i Netcompany følgende:

- Risikofri rente: 1%
- Kreditpræmie: 3,67%
- Skatteprocent: 22%

$$K_D = (1\% + 3,67\%)(1 - 0,22) = 3,64\%$$

Ovenstående viser således at långiveres afkastkrav til fremmedkapitalen er 3,64%

¹⁰³

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm?fbclid=IwAR31wNEDymrLK4Xo5CrzOpUoUd4iiMNW3oG6HVIfxAO-YUh0XQ75HSJ8b6Q

6.2.4 Netcompanys kapitalstruktur

Før WACC-formlen kan afsluttes, mangles der afklaring på, hvad Netcompanys markedsværdi af fremmedkapital (D) er, og hvad deres markedsværdi af egenfinansiering udgør (E). Der er således ikke tale om de bogførte værdier i regnskabet, men i stedet markedsværdierne.

Nedenfor synliggøres markedsværdien af Netcompanys egenkapital pr. 6.2.2020 ved børslukketid.

Tabel 6.6 Market Value Added, Netcompany

Antal aktier, stk.	50.000.000
Aktiekurs pr. 6/2-2020 (børslukketid) i kr.	345
Markedsværdi af egenkapital i mio. kr.	17.250,0
Bogført værdi af egenkapital i mio. kr.	2.071,7
MVA (Market Value Added) i mio. kr.	15.178,3

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabel 6.6 ovenfor, har Netcompany 50.000.000 aktier til en værdi på 345 kr. pr. aktie ved børslukketid d. 6.2.2020. Dette udgør en markedsværdi af egenkapitalen på 17.250 mio. kr.

Markedsværdien af egenkapitalen pr. 6.2.2020 er 15.178,3 mio. kr. højere end den bogførte værdi af egenkapitalen.

For at synliggøre ændringen på balancen ved tilføjelse af den udregnede MVA, er der opstillet en tabel nedenfor.

Tabel 6.7 Netcompanys balance med MVA

Aktiver i mio. kr.		Passiver i mio. kr.	
Bogførte aktiver i alt	3.727,6	Bogført EK	2.071,7
MVA	15.178,3	MVA	15.178,3
		Samlet Gæld	1.655,9
Markedsværdi aktiver	<u>18.905,9</u>	Markedsværdi passiver	<u>18.905,9</u>

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra tabel 6.7 ovenfor kan egenkapitalens markedsværdi beregnes som følgende:

$$17.250^{104} / 18.905,9 = 0,91$$

Markedsværdien af finansieringen af fremmedkapital, er anslået til den bogførte værdi i regnskabet. Ud fra dette kan værdien af fremmedkapitalen beregnes som følgende:

$$1.655,9 / 18.905,9 = 0,09$$

Ud fra ovenstående beregninger kan WACC nu beregnes, da alle forudsætninger til formelen nu er klarlagt. Netcompanys WACC beregnes nedenfor, med baggrund i formlen som præsenteret først i kapitlet, med tilføjelse med de mellemresultater, der er beregnet i kapitlet.

- Investorens afkast krav (KE):	7,0%
- Lånegivers afkast krav: (KD):	3,64 %
- Markedsværdi af egenfinansiering (E):	0,91
- Markedsværdi af fremmedfinansiering (D):	0,09
Beregning af WACC: $7,0 * 0,91 + 3,64 * 0,09 =$	6,70 %

Ud fra ovenstående beregning er Netcompanys WACC beregnet til 6,70%.

6.2.5 Frit Cash Flow

For at kunne udarbejde en værdiansættelse af Netcompany ved hjælp af DCF-modellen, skal deres frie cash flow synliggøres på de fremtidige pengestrømme. Pengestrømmene i værdiansættelsen tager naturligvis udgangspunkt i den gennemførte budgettering. Formlen til beregning af det frie cash flow synliggøres nedenfor.¹⁰⁵

$$\text{Frit cash flow} = EBIT (1 - SKAT) + \text{afskrivninger} - WCR - \text{investering}$$

Det frie cash flow for Netcompany er synliggjort i pengestrømsopgørelsen i budgetteringsafsnittet. Desuden synliggøres det frie cash flow i budgetperioden også i tabel 6.8 længere nede i dette afsnit.

Yderligere en forudsætning der skal klarlægges er diskonteringsfaktorerne for at illustrere, hvilken faktor de fremtidige pengestrømme skal tilbagediskonteres med, over den 10-årige

¹⁰⁴ Dette tal stammer fra $2071,7(EK) + 15.178,3 (MVA) = 17.250$

¹⁰⁵ Gabriel Hawawini, Claude Viallet, Finance for executives 6th udgave s. 496

budgetperiode. Årsagen til denne tilbagediskontering skyldes, at 1 kr. i dag ikke har samme værdi som 1 kr. om 10 år. Formlen til at beregne diskonteringsfaktoren er vist nedenfor:¹⁰⁶

$$\text{Diskonteringsfaktor} = (1 + WACC)^{-n}$$

Det opløftede N er et udtryk for budgetåret. Den beregnede diskonteringsfaktor for de enkelte budgetår er ligeledes synliggjort i tabel 6.8 nedenfor.

Tabel 6.8 Tilbagediskonteret frit cash flow

	N	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Mio kr.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Frit Cash flow	503,4	493,7	620,7	704,0	780,2	845,5	920,0	979,6	1.031,9	1.075,2	1.110,2	
Diskonteringsfaktor	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,68	0,64	0,60	0,56	0,52	0,49	
Tilbagediskonteret frit cash flow	471,8	433,6	511,0	543,1	564,1	572,9	584,3	583,1	575,6	562,2		
Tilbagediskonteret frit cash flow til og med 2029	5.401,8											

Kilde: Egen tilvirkning.

I tabel 6.8 ovenfor ses det, at værdien af de tilbagediskonterede fremtidige pengestrømme til og med år 2029 er 5.401,8 mio.kr. Denne værdi benyttes senere i dette kapitel til værdiansættelsen med DCF-modellen.

6.2.6 Terminalværdi

Næste trin i værdiansættelsen af Netcompany, ved brug af DCF-modellen, er at beregne terminalværdien. Den beregnede terminalværdi er perioden efter budgetperioden og dermed perioden efter det sidste budgetår. Formlen til beregning af terminalværdien er synliggjort nedenfor.¹⁰⁷

$$\text{Terminalværdi år 2030} = \frac{\text{FCF 2030 (Terminalår)}}{Wacc - g}$$

¹⁰⁶ Gabriel Hawawini, Claude Viallet, Finance for executives 6th udgave s. 497

¹⁰⁷ Gabriel Hawawini, Claude Viallet, Finance for executives 6th udgave s. 497

For at kunne finde terminalværdien, skal det frie cash flow fra terminalåret divideres med værdien af WACC minus G.

WACC er som tidligere nævnt gennemsnitsrenten og G er et udtryk for en evig konstant vækstrate. Den konstante vækstrate for Netcompany er 3,15%, som præsenteret i budgetteringsafsnittet. WACC'en er også tidligere beregnet i samme afsnit til 6,70%.

Endvidere fremgår det af tabel 6.8 ovenfor, at det frie cash flow i terminalåret (2030) er 1.110,2 mio. kr.

Med udgangspunkt i ovenstående forudsætninger beregnes terminalværdien for Netcompany i år 2030 nedenfor:

$$\text{Terminalværdi år 2030} = \frac{1.110,2}{6,70\% - 3,15\%} = 31.273,4 \text{ mio. kr.}$$

Den beregnede terminalværdi skal efterfølgende tilbagediskonteres for at finde nutidsværdien af denne. Diskonteringsfaktoren der benyttes, er faktoren i det sidste budget år (2029). Diskonteringsfaktoren i det sidste budgetår er 0,52, som det fremgår af tabel 6.8 ovenfor. Den beregnede nutidsværdi af terminalværdien ses i tabellen nedenfor.

Tabel 6.9 Nutidsværdi af terminalværdi

Mio. kr.	
Terminal værdi	31.273,4
Diskonterings faktor	0,52
Nutidsværdi af terminal værdi	16.350,5

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabel 6.9 ovenfor, er nutidsværdien af terminalværdien 16.350,5 mio. kr. Denne værdi bruges nedenfor til beregning af Netcompanys Enterprise Value.

6.2.7 Enterprise Value

I værdiansættelsen af Netcompany med DCF-modellen skal Enterprise Value beregnes.

Enterprise Value beregnes ved at tage udgangspunkt i nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme, som er blevet beregnet til 5.401,8 mio. kr., i den 10-årige budgetperiode. De

5.401,8 mio. kr. tillægges nutidsværdien af terminalværdien, som blev beregnet til 15.323,8 mio. kr. Til at underbygge dette henvises til nedenstående tabel.

Tabel 6.10 Enterprise Value Netcompany

Mio. kr.	
Nutidsværdi fremtidige pengestrømme	5.401,8
Nutidsværdi terminalværdi	16.350,5
Enterprise Value	21.752,3

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabel 6.10 ovenfor, er Netcompanys Enterprise Value beregnet til 21.752,3 mio. kr.

6.2.8 Værdiansættelse

I ovenstående afsnit er forudsætningerne til udarbejdelse af værdiansættelsen af Netcompany ud fra Discounted Cash Flow klarlagt. Dog mangler Netcompanys likvide beholdninger og gæld at blive indregnet, før værdiansættelsen er fuldendt. Som det fremgår i regnskabsanalysen, er Netcompanys rentebærende gæld og likvide beholdninger ultimo 2019 følgende:

- Likvide beholdninger: 132,4 mio. kr.
- Rentebærende gæld: 1.062,7 mio. kr.

I nedenstående tabel færdiggøres værdiansættelsen af Netcompany.

Tabel 6.11 Værdiansættelse Netcompany, DCF

	Mio. kr.
Enterprise Value	21.752,3
Markedsværdi likvide beholdninger	132,4
Markedsværdi rentebærende gæld	1.062,7
Værdi egenkapital	20.822,0

Kilde: Egen tilvirkning.

Tabel 6.11 viser at Netcompany har en markedsværdi på 20.822,0 mio. kr. beregnet via DCF-modellen. Den beregnede værdi divideres ud på aktieniveau, for at få et bedre sammenligningsgrundlag med de øvrige beregnede aktieværdier på Netcompany, ud fra andre værdiansættelsesmodeller.

Tabel 6.11 Beregnet aktiekurs for Netcompany

Værdi egenkapital	20.822.000.000 kr.
Antal aktier	50.000.000 stk.
Beregnet aktiekurs	416 kr. pr. stk.

Kilde: Egen tilvirkning.

Den beregnede aktiekurs ud fra DCF-modellen er vist i tabel 6.11 ovenfor til 416 kr. pr. aktie. Denne værdi kan sammenlignes med aktieværdien d. 6.2.2020, som tidligere i afhandlingen er oplyst til 345 kr. pr. aktie. Der er altså tale om en højere beregnet værdi, end den noterede aktieværdi. Dermed melder spørgsmålet sig, hvorvidt aktiemarkedet har undervurderet værdien af Netcompanys aktie. I forhold til det, er det vigtigt at understrege, at der i den beregnede aktiekurs er forudsætninger, der kan give usikkerhed, hvilket giver anledning til at beregne følsomhed på nogle af de anvendte forudsætninger. Følsomhedsanalysen vil blive beregnet i næste afsnit.

Desuden vil der i denne afhandling blive udarbejdet værdiansættelse af Netcompany ud fra andre modeller, og de anvendte modeller kan give vidt forskellige værdier af Netcompanys aktie. Denne forventede forskel bekræfter, at en enkelt værdiansættelse ikke bør stå alene, hvorfor det giver anledning til at udarbejde en værdiansættelse med en vægtning af de forskellige modeller.

Denne vægtning vil blive foretaget efter multipelanalyserne.

6.2.9 Følsomhedsanalyse

En værdiansættelse ud fra Discounted Cash Flow er baseret på forskellige forudsætninger.

Forudsætningerne, som er anvendt i værdiansættelsen af Netcompany, er vurderet ud fra en

overordnet analyse af virksomheden såvel økonomisk som strategisk. Trods grundig analyse af Netcompany, er det vanskeligt at forudsige deres fremtidige udvikling, hvorfor der naturligt vil komme afvigelser i forhold til de forudsætninger, der er lagt ind i den beregnede værdiansættelse. Ændringer i forudsætningerne vil naturligvis påvirke værdiansættelsen.

En følsomhedsanalyse kan udarbejdes på forskellige måder og ud fra forskellige forudsætninger. Der er nedenfor valgt 3 følsomheder på forudsætninger, som menes at være væsentlige og relevante i forhold til værdiansættelsen af Netcompany.

Følsomhedsanalysen kan bruges til at synliggøre, hvor påvirkelig værdiansættelsen af Netcompanys aktie er i forhold til ændring i nedenstående forudsætninger.

6.2.9.1 Omsætningsvækst mod WACC

Til beregning af terminalværdien af Netcompany i år 2030, skal den beregnede WACC fratrækkes omsætningsvæksten. I ovenstående værdiansættelse er WACC beregnet til 6,7% og omsætningsvæksten til 3,15%. Disse forudsætninger har bidraget til en beregnet aktiekurs på 416 kr. som synliggjort i tabel 6.12 nedenfor. Den beregnede aktiekurs på 416 kr. vil i nedenstående tabel, være omdrejningspunkt i en følsomhedsanalyse. I tabel 6.12 er der lavet følsomhed ud fra, at såvel omsætningsvækst og som WACC ændrer sig med 0,5% og hvilken påvirkning, det har på Netcompanys aktiekurs.

Tabel 6.12 Følsomhedsanalyse, omsætningsvækst og WACC

			Omsætningsvækst			
	Aktiekurs	2,15%	2,65%	3,15%	3,65%	4,15%
	5,70%	416	470	545	656	838
	6,20%	376	416	470	545	656
WACC	6,70%	345	376	416	470	545
	7,20%	319	345	376	416	470
	7,70%	299	319	345	376	416

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabel 6.12 ovenfor, er der et spænd i Netcompanys aktiekurs i følsomhedsberegningen fra 299 kr. pr stk. til 838 kr. pr stk. Spændet i forhold til den

beregnete aktiekurs på 416 kr. pr. aktie er således 113 kr. lavere og 422 kr. højere. Den laveste aktiekurs på 299 kr. er ved WACC 7,7% og en omsætningsvækst på 2,15%. Den højeste aktiekurs på 838 kr. er ved WACC 5,7% og en omsætningsvækst på 4,15%. Det er værd at bemærke, at i ovenstående tabel giver et fald i WACC en stigning i aktiekursen, og stigning i omsætningsvækst giver ligeledes stigning i aktiekursen.

Desuden bør det i følsomhedsberegningen bemærkes, at ved en omsætningsvækst på 3,15% og en WACC på 7,7% rammer Netcompanys aktiekurs 345 kr. pr. aktie, hvilket er identisk med Netcompanys lukkekurs d. 6.2.2020. Omsætningsvæksten stemmer overens med det budgetterede, men der kan stilles spørgsmålstejn ved, om den anvendte WACC er for lav.

6.2.9.2 Risikopræmie mod betaværdi

I dette afsnit synliggøres, hvordan en ændring i risikopræmie og betaværdi har indflydelse på Netcompanys aktieværdi.

En ændring i risikopræmien og betaværdien har en indflydelse på omkostningerne til egenkapitalen (KE), og dermed indflydelse på den beregnede WACC. En stigning i risikopræmie og beta vil resultere i stigende WACC og dermed faldende aktiekurs. Et modsat udfald i de givne forudsætninger vil resultere i en stigende aktiekurs. Desuden vil en ændring i WACC også påvirke diskonteringsfaktoren, som anvendes til tilbagediskontering af terminalværdi.

Tidligere i afhandlingen blev WACC beregnet til 6,7%. Ved beregning af WACC blev der anvendt en risikopræmie til investorer på 5% og en betaværdi på 1,2. Disse forudsætninger har været med til at danne baggrund for en beregnet aktiekurs på 416 kr. pr. aktie.

Nedenstående følsomhedsberegning tager udgangspunkt i de samme forudsætninger, som det ses i tabel 6.13 nedenfor. Følsomheden viser, hvilken påvirkning ændring i risikopræmie med 0,5% og ændring med betaværdi på 0,1 har på aktiekursen.

Tabel 6.13 Følsomhedsanalyse, risikopræmie og beta

			Risikopræmie			
	Aktiekurs	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%
	1	888	695	569	481	417
	1,1	726	580	481	411	359
Beta	1,2	614	497	416	359	315
	1,3	530	434	367	319	282
	1,4	467	386	329	287	255

Kilde: Egen tilvirkning.

I den beregnede følsomhedsanalyse i tabel 6.13 ovenfor ses det, at Netcompanys aktiekurs er i et interval fra 255 kr. pr. aktie til 888 kr. pr. aktie, ved forskellige satser for beta og risikopræmie. Forskellen til den beregnede aktiekurs på 416 kr. pr. aktie er således i niveauet 161 til 472 kr. Ved den laveste aktiekurs på 255 kr. er risikopræmien 6 % og betaværdien på 1,4. Ved den højeste aktiekurs på 888 kr. er risikopræmien 4 % og betaværdien på 1,0.

Den beregnede aktiekurs der er nærmest den faktiske aktiekurs pr. 06.02.2020 er 359 kr. Dette udfald findes ved en risikopræmie på 5,5 % og en betaværdi på 1,2. Denne værdi afviger 14 kr. fra den realiserede aktiekurs.

6.2.9.3 Frit cash flow mod WACC

Et vigtigt element i værdiansættelsen via DCF-modellen er det frie cash flow. Nedenfor vises følsomheden ved ændring i det frie cash flow og WACC, samt hvilken påvirkning disse har på værdiansættelsen af aktierne.

Nedenstående tabel tager udgangspunkt i aktiekursen på 416 kr. der er beregnet via DCF-modellen. Denne aktiekurs er beregnet ud fra en WACC på 6,7 % og et frit cash flow på 1.110,2 mio. kr. i terminalåret. I tabel 6.14 synliggøres det, hvordan ændring på 100 mio.kr i det frie cash flow og 0,5 % på WACC påvirker aktiekursen.

Tabel 6.14 Følsomhedsanalyse, frit cash flow og WACC

			Frit cash flow i mio. kr.			
	Aktiekurs	910,2	1.010,2	1.110,2	1.210,2	1.310,2
	5,70%	500	545	590	635	680
WACC	6,20%	416	452	488	524	560
	6,70%	358	387	416	446	475
	7,20%	314	338	363	388	412
	7,70%	280	301	322	343	364

Kilde: Egen tilvirkning.

I følsomhedsanalysen i tabel 6.14 ovenfor ses en spredning i Netcompanys aktiekurs fra 280 til 680 kr. pr aktie. Ved den laveste aktiekurs på 280 kr. er det frie cash flow i terminalåret 910,2 mio. kr. og WACC på 7,70%. Ved den højeste aktiekurs på 680 kr. er det frie cash flow i terminalåret 1.310,2 mio. kr. og WACC på 5,70%. Ud fra dette kan det konstateres, at når det frie cash flow stiger og WACC falder, så stiger værdiansættelsen af aktiekurs. Modsat når det frie cash flow falder og WACC stiger, så falder aktiekursen.

Ovenstående følsomhedsanalyse viser desuden, at den nærmeste aktiekurs i forhold aktiekursen pr. 06.02.2020 er 343 kr., hvilket er 2 kr. lavere end faktiske kurs.

Værdiansættelsen på 343 kr. pr. aktie er fundet ved en WACC på 7,7 % og et frit cash flow på 1.210,2 mio. kr.

6.2.10 Kritik af DCF-modellen

Som det fremgår af ovenstående så er en værdiansættelse ud fra DCF-modellen meget omfangsrig, hvilket er en væsentlig ulempe ved at bruge netop denne model. Samtidig kan det også defineres som værende modellens styrke, da den går mere i dybden, end eksempelvis en multipelanalyse. Der kræves en stor indsats i analyse- og forarbejdet, før en værdiansættelse af en virksomhed kan udføres efter denne metode. Det store strategiske og økonomiske analysearbejde er meget tidskrævende, hvis der ønskes en valid værdiansættelse. Endvidere er mange af de bagvedliggende beregningsteorier komplekse og det kan tage meget tid at udarbejde korrekte beregninger, på de forudsætninger der skal anvendes i DCF-modellen.

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i en mangeårig budgetperiode. Den store budgetperiode kan være vanskelig at lave en nøjagtig budgettering på, da det er svært at spå om fremtiden i en mere volatil og agil verden.¹⁰⁸

Trods kritikken bliver værdiansættelsesmetoden anvendt i praksis, da den tager højde for pengestrømme og Time Value of Money. Værdiansættelse via DCF bør derfor ses som værende brugbar og anvendelig. Dog konstateres det i dette afsnit, at i en endelig værdiansættelse af en virksomhed, bør én model ikke stå alene og bør vægtes med andre værdiansættelsesmodeller.

6.3. Multipelanalyse

I afsnit 6.2 benyttede vi en DCF-analyse, som er en absolut værdiansættelsesmodel, til værdiansættelsen af Netcompany. DCF-analysen er en omfattende analyse at gennemføre, og det kræver et stort forarbejde med informationsindsamling for at kunne gennemføre beregningerne. Dog findes der også simplere og mindre tidskrævende metoder til at værdiansætte virksomheder. Disse kaldes relative værdiansættelsesmodeller.

De relative værdiansættelsesmodeller fastsætter en virksomheds værdi, i forhold til et andet aktiv eller til en gruppe af aktiver.¹⁰⁹ Her kan der eksempelvis sammenlignes med virksomheder i samme branche, virksomheder med samme vækst, eller virksomheder der har sammenlignelige risici. Værdifastsættelsen sker via multiple, der nemt og hurtigt kan findes i de sammenlignelige virksomheders årsrapporter. Multipelanalysernes styrke findes i deres enkelthed og den meget begrænsede tid, der skal bruges på udregning. Der findes mange forskellige multiple der kan anvendes til værdifastsættelse, men for enkeltheds skyld, er de nedenstående 3 metoder udvalgt, da de er meget enkle at beregne, samt ofte benyttes til formålet.

P/E-metoden, pris-over-nettooverskud (Price-to-Earnings Ratio): $\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsværdi}}{\text{Nettooverskud}}$

P/B-metoden, pris-over-bogført værdi (Price-to-Book Ratio): $\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsværdi}}{\text{Bogført værdi af egenkapital}}$

¹⁰⁸ Vestergaard Andersen, Værdiansættelse af virksomheder og aktier, 2. udgave – side 289-290

¹⁰⁹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 24.

P/S-metoden, pris-over-salg (Price-to-Sales Ratio): $\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsværdi}}{\text{Omsætning}}$

Det danske aktiemarked er af lille størrelse, set i forhold til det samlede internationale aktiemarked, hvilket vanskeliggør processen med at finde sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Dog findes der i samme branche som Netcompany, et par virksomheder der kan benyttes til sammenligning. De 2 virksomheder er NNIT A/S og Columbus A/S, som præsenteres kort nedenfor.

NNIT A/S er en dansk IT-serviceleverandør der har eksisteret siden 1994, som har rødder i Novo Nordisk-koncernen. De blev i 2015 noteret på børsen. NNIT henvender sig specielt til regulerede brancher, hvor der er store krav til kvalitet og kontrol. NNIT's ydelser består primært af rådgivning, udvikling, implementering og drift af IT-løsninger. De omsatte for ca. 3 mia. kr. i 2019 og havde omkring 3.300 ansatte¹¹⁰. Omkring halvdelen af deres ansatte arbejder på deres udenlandske kontorer i Schweiz, Tyskland, Tjekkiet, Kina, Filippinerne og USA. NNITs omsætning steg med 1,7% fra 2018 til 2019.

Columbus A/S er en dansk virksomhed der har eksisteret siden 1989, og har i dag konterer i Norge, Storbritannien, USA foruden Danmark. De er en IT-services- og konsulentvirksomhed, der hjælper virksomheder med at designe, implementere, opgradere, vedligeholde og drifte applikationer.¹¹¹ Columbus har omkring 2.000 ansatte og omsatte for ca. 1,9 mia. kr. i 2018. Columbus oplevede et fald i deres omsætning på omkring 0,1% fra halvårsregnskab 2018 til halvårsregnskabet for 2019.

De to selskabers regnskaber er offentligt tilgængelige, og der kan med data fra disse udregnes multipler. Multiplerne beregnes i tabellen nedenfor.

¹¹⁰ <https://www.nnit.dk/om-os/Sider/home.aspx>

¹¹¹ <https://www.columbusglobal.com/da/om-os>

Tabel 6.15 Multipelberegning for NNIT A/S & Columbus A/S

i mio. kr.	Netto- omsætning	Netto- overskud	Bogført værdi af egenkapital	Markeds- værdi pr. 06.02.2020	P/S	P/E	P/B
NNIT A/S	3.058	183	1.169	2.660	0,87	14,56	2,28
Columbus A/S*	1.954	60	670	1.097	0,56	18,31	1,64
Gennemsnitlige værdier					0,72	16,43	1,96

Kilde: Egen tilvirkning.

*Nettoomsætning og nettooverskud for Columbus er fra deres delårsrapport fra 30.06.2019 for regnskabsåret første 6 måneder gange med to. Dette vurderes forsvarligt, da Columbus ikke har tydelige sæsonudsving. Bogført egenkapital er pr. 30.06.2020.

Multiplerne for NNIT og Columbus er beregnet i tabel 6.15 ovenfor og de gennemsnitlige værdier for de to selskaber udgør 0,72, 16,43 samt 1,96 for henholdsvis P/S, P/E og P/B. De beregnede gennemsnitlige værdier benyttes til at værdiansætte Netcompany, hvilket sker i tabellen nedenfor.

Tabel 6.16 Værdiansættelse af Netcompany A/S med baggrund i NNIT & Columbus multiple.

	Gennemsnitlige multipler for sammenlignelige virksomheder		Netcompany værdier		Netcompanys markedsværdi i mio. kr.
Nettoomsætning	0,72	*	2.453,85	=	1.755,77
Nettooverskud	16,43	*	388,47	=	6.384,08
Bogført værdi	1,96	*	2.071,70	=	4.051,82
Gennemsnit af værdier					4.063,89

Kilde: Egen tilvirkning.

Ved multiplikation af Netcompanys værdier med de tidligere beregnede multipler, værdiansættes Netcompany mellem 1.755,77 og 6.384,08 mio. kr., som det ses ovenfor i tabel 6.16. Gennemsnittet af de 3 udregnede værdier er 4.063,89 mio. kr. Dette står i skærende kontrast til den beregnede værdi i vores DCF-analyse samt Netcompanys

markedsværdi på børsen d. 06.02.2020 på 17.250 mio. kr.¹¹² Forklaringen på de store forskelle, findes højst sandsynligt i den ringe sammenlignelighed mellem virksomhederne. Som nævnt i beskrivelserne af NNIT og Columbus, har de en omsætningsvækst på henholdsvis 1,7% og en faldende omsætning på 0,1%. Sammenlignes dette Netcompanys vækst i omsætningen på 19,5% fra 2018 til 2019, er det ganske tydeligt, at der er en markant forskel på virksomhederne, og sammenligningen derfor har ringe værdi. Det er derfor interessant at undersøge, om der findes virksomheder uden for landets grænser, der er mere sammenlignelige med Netcompany.

I søgningen efter udenlandske sammenlignelige virksomheder, er det lykkedes at identificere tre vækstvirksomheder inden for samme branche, nemlig EPAM Systems, INC, Globant S.A. og Endava PLC. Selvom de tre virksomheder alle er større end Netcompany, målt på omsætning og antal medarbejdere, vurderes sammenligneligheden med disse at være højere end med de danske virksomheder. EPAM, Globant og Endava præsenteres kort nedenfor.

EPAM Systems, INC blev stiftet i New Jersey, USA i 1993 og har i dag ca. 36.700 ansatte.¹¹³ EPAM har kontorer i 33 lande fordelt over Nordamerika, Europa og Asien. Deres kernekompetencer er softwareudvikling samt konsulenttydelser, design, udvikling, drift og optimering inden for IT. EPAM omsatte for ca. 2,3 mia. USD (ca. 15,6 mia. kr.) i regnskabsåret 2019, hvilket var en stigning på 24,5% i forhold til 2018.¹¹⁴

Globant S.A. er en Argentinsk IT- og software virksomhed der har eksisteret siden 2003. De beskæftiger i dag ca. 11.800 ansatte fordelt over 17 lande.¹¹⁵ I 2019 omsatte Globant for ca. 0,7 mia. USD (ca. 4,5 mia. kr.), svarende til en omsætningsvækst på 26,2% i forhold til regnskabsåret 2018.

¹¹² 50 mio. aktier gange kurs 345 er lig med 17.250 mio. kr.

¹¹³ <https://www.epam.com/about>

¹¹⁴ EPAM Q4 2019, Fact Sheet

¹¹⁵ <http://investors.globant.com/2020-02-20-Globant-Reports-2019-Full-Year-and-Fourth-Quarter-Financial-Results-Strong-Finish-To-The-Year-Robust-Outlook>

Endava PLC er en softwareudviklingsvirksomhed, som skaber digital transformation for deres kunder. De blev stiftet i London i år 2000, har i dag kontorer i Europa samt Nord- og Sydamerika og beskæftiger ca. 6.300 medarbejdere.¹¹⁶ De henvender sig primært til finans-, forsikrings-, sundheds-, retail-, telekommunikations- og mobilsektoren.¹¹⁷ I 2019 omsatte selskabet for ca. 0,3 mia. GBP (ca. 2,8 mia. kr.), hvilket er en omsætningsvækst på ca. 23% i forhold til 2018.

Som med de danske selskaber, beregnes selskabernes multiple på baggrund af deres årsregnskaber (Endava dog på baggrund af de 2 seneste halvårsrapporter), samt der udregnes gennemsnitlige værdier. Beregningen ses i tabellen nedenfor.

Tabel 6.17 Multipelberegning for EPAM Systems, INC, Globant S.A. & Endava PLC

i mio. kr.*	Netto- omsætning	Netto- overskud	Bogført værdi af egenkapital	Markeds- værdi pr. 06.02.2020	P/S	P/E	P/B
EPAM Systems, INC	15.578	1.773	10.840	87.695	5,63	49,46	8,09
Globant S.A.	4.478	367	2.979	30.561	6,83	83,31	10,26
Endava PLC	2.800	134	1.673	16.998	6,07	126,64	10,16
Gennemsnitlige værdier					6,17	86,47	9,50

Kilde: Egen tilvirkning.

*omregnet med Nationalbankens US-dollarkurs (6,7913 kr. pr. USD) samt GBP-kurs (8,8083 kr. pr. GBP) pr. 06.02.2020.

Som det ses i ovenstående tabel, er samtlige multiple, væsentlig højere end ved de danske sammenlignelige virksomheder. De gennemsnitlige værdier for EPAM, Globant og Endava udgør 6,17, 86,47 samt 9,50 for henholdsvis P/S, P/E og P/B. Med baggrund i disse multipler, værdiansættes Netcompany i tabellen nedenfor.

¹¹⁶ <https://www.endava.com/en/About/Our-Story/A-Glimpse-of-Endava>

¹¹⁷ <https://www.endava.com/en/Industries>

Tabel 6.18 Værdiansættelse af Netcompany A/S med baggrund i EPAM, Globant og Endava multiple.

	Gennemsnitlige multipler for sammenlignelige virksomheder		Netcompany værdier		Netcompanys markedsværdi i mio. kr.
Nettoomsætning	6,17	*	2.453,85	=	15.152,00
Nettooverskud	86,47	*	388,47	=	33.591,70
Bogført værdi	9,50	*	2.071,70	=	19.684,60
Gennemsnit af værdier					22.809,43

Kilde: Egen tilvirkning.

Ved multiplikation af de udenlandske selskabers gennemsnitlige multipler, med Netcompanys værdier, værdiansættes Netcompany mellem 15.152 og 33.591,70 mio. kr. Gennemsnitsværdien af de 3 metoder værdiansætter Netcompany til 22.809,43 mio. kr. Værdiansættelsen med multiplerne fra de udenlandske sammenlignelige virksomheder er dermed lidt over 5,5 gange så høj, i forhold sammenligningen med de sammenlignelige danske virksomheder.

I værdiansættelsen af Netcompany med baggrund i ovenstående multipelanalyse, kan det ses at der er stor forskel i Netcompanys værdi, hvis man kun sammenligner med de danske virksomheder og hvis man kun sammenligner med de udenlandske virksomheder. I forhold til de udregnede værdier af Netcompany, er det interessant at se hvilken aktiekurs dette repræsenterer. Netcompany har udstedt 50.000.000 aktier og i nedenstående tabel, vil det blive synliggjort hvad aktiekursen pr. 06.02.2020 har været for sammenligning med multipler fra de danske- og udenlandske virksomheder samt en gennemsnitlig værdi for både de danske og udenlandske virksomheder.

Tabel 6.19 Værdiansættelse af Netcompany ved multipelanalyse

i kr.	Netcompany	Antal aktier	Aktiekurs pr. stk.
Gennemsnit danske virksomheder	4.063.890.000	50.000.000	81,27
Gennemsnit udenlandske virksomheder	22.809.430.000	50.000.000	456,18
Gennemsnitsværdi	13.436.660.000	50.000.000	268,73

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabel 6.19 ovenfor, er der stor spredning på den beregnede aktiekurs i multipelanalysen, afhængigt af om der sammenlignes med danske eller udenlandske virksomheder. Dog kan der konstateres, at den gennemsnitlige værdi af både danske og udenlandske virksomheder er på 268,73 pr. aktie i Netcompany. Som tidligere nævnt havde Netcompany en aktiekurs på 345 kr. d. 06.02.2020. og det er derfor en afvigelse derfra på 76,27 kr. pr. stk.

Den beregnede gennemsnitlige aktiekurs fra multipelanalysen er desuden væsentligt lavere værdiansat, end resultatet fra DCF-modellen. Forskellen udgør hele 147,27 kurspoint. I det tidligere afsnit blev synliggjort at den beregnede aktiekurs beregnet i DCF-modellen var 416 kr. pr. aktie.

6.3.1 EV/EBITDA-metoden

I dette afsnit tages der udgangspunkt i en anden multipelanalyse nemlig EV/EBITDA metoden, som er en indirekte værdiansættelsesmetode. EV/EBITDA er også kendt som "Enterprise Value / EBITDA".

Denne multipel bliver ofte anvendt når der skal handles virksomheder. Modellen holder egenkapitalen op mod resultat før afskrivninger og renter også kendt som mellemresultatet EBITDA.¹¹⁸ Der er altså tale om virksomhedens driftsresultat, hvor der ikke tages højde for renteomkostninger. Formlen til beregning af EV/EBITDA-multiplen synliggøres nedenfor:

$$EBITDA \text{ multipel} = \frac{\text{Enterprise value}}{EBITDA}$$

For at kunne beregne EBITDA-multiplen, skal Enterprise Value findes. Beregningen af Enterprise Value synliggøres i formelen nedenfor:

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \text{Egenkapitalens markedsværdi} + \text{Gæld} - \text{Likvide beholdninger}$$

¹¹⁸ Gabriel Hawawini, Claude Viallet, Finance for executives 6. Udgave side 495

Det er tidligere i afhandlingen beregnet hvad markedsværdien af Netcompanys egenkapital pr. 06.02.2020 er, hvilket der bliver taget udgangspunkt i, i beregningen nedenfor. Desuden tages der udgangspunkt i Netcompanys EBITDA, rentebærende gæld og likvide beholdninger fra årsregnskabet 2019.

Tabel 6.20 Nøgletal Netcompany

Mio. kr.	Markedsværdi EK	Gæld	Likvide beholdninger	EV	EBITDA
Netcompany	17.250	1.062,7	132,4	18.180,3	613

Kilde: Egen tilvirkning.

$$\text{Netcompanys EBITDA Multipl} \frac{18.180,3}{613} = 29,66$$

Ifølge forudsætningerne i tabel 6.20 ovenfor, er der beregnet en EBITDA-multipl for Netcompany på 29,66. Nedenfor vil der blive beregnet EBITDA multipler for de sammenlignelige virksomheder, der tidligere er præsenteret. Der bliver derfor både sammenlignet med virksomheder fra Danmark og udlandet.

Tabel 6.21 EBITDA-multipler, sammenlignelige virksomheder.

Mio. kr.	Markedsværdi EK d. 06.02.2020	Gæld	Likvide beholdninger	EV	EBITDA	EBITDA- multipl
NNIT A/S	2.660	1.444	122	3.982	215	18,52
Columbus A/S	1.097	994	109	1.982	171	11,60
EPAM Systems, INC	87.695	4.407	6.369	85.733	2.059	41,64
Globant S.A.	30.561	1.694	561	31.694	549	57,73
Endava PLC	16.998	468	582	16.884	274	61,62
Gennemsnit						<u>38,22</u>

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår af den udarbejdede EBITDA-multipelanalyse ovenfor i tabel 6.21, er der stor spredning på de enkelte virksomheders EBITDA-multipel. Det fremgår af tabellen at de udenlandske virksomheder har de højeste multipler, hvor virksomheden Endava PLC har den højeste multipel på 61,62. De to danske virksomheder NNIT A/S og Columbus A/S har markant lavere multipler, hvor Columbus A/S er lavest med 11,60. Analysen viser således at der er en spredning i virksomhedernes multipler fra 11,60 til 61,62. Den gennemsnitlige EBITDA-multipel for sammenlignelige virksomheder er på 38,22, hvilket er 8,56 højere end den beregnede EBITDA multipel for Netcompany, som er på 29,66.

Som tidligere nævnt aflægger EPAM Systems, INC og Globant årsregnskab i US Dollars og der er derfor i analysen brugt en kurs 6,8 til omregning til danske kroner. Ligeledes er der brugt kurs 8,8 til omregning af Endava PLC's regnskab fra britiske pund til danske kroner.

For at fuldende værdiansættelsen af Netcompany, med baggrund i EV/EBITDA metoden, vil der blive taget udgangspunkt i den beregnede gennemsnitlige EBITDA-multipel på 38,22. Desuden blev det også synliggjort, at Netcompanys EBITDA i regnskabsåret 2019 var på 613 mio. kr. Ud fra disse forudsætninger er Netcompanys Enterprise Value følgende:

$$\text{Netcompany Enterprise Value: } 613 * 38,22 = 23.429 \text{ mio. kr.}$$

Den ovenstående Enterprise Value tillægges så likvide beholdninger og fratrækkes gælden i virksomheden, hvilket synliggøres nedenfor:

$$\text{Netcompany Equity Value: } 23.429 + 132,4 - 1.062,7 = 22.498,7 \text{ mio. kr.}$$

Det er nu synliggjort at værdien af Netcompany beregnet med EV/EBITDA-metoden er på 22.498,7 mio. kr.

Sammenlignes værdiansættelsen af Netcompany ved EV/EBITDA-metoden, med multipelberegningerne tidligere i dette afsnit, kan det ses, at denne værdiansættelse er 9.062 mio. kr. højere, end ved den gennemsnitlige værdiansættelse i multipelanalyserne for

de danske og udenlandske virksomheder. Ved brug af forskellige værdiansættelsesmetoder opleves der altså stor spredning på resultatet af Netcompanys værdiansættelse.

Værdiansættelsen af Netcompany ved brug af EV/EBITDA-metoden, viser også stor spredning i de beregnede multipler fra de sammenlignelige virksomheder. Men fra en gennemsnitsbetragtning af EV/EBITDA-multiplerne er Netcompanys værdi pr. 06.02.2020 beregnet til 22.498 mio. kr. Som ved de øvrige multipelanalyser, er det interessant at se hvad aktiekursen kan beregnes til. I nedenstående tabel synliggøres aktiekursen for Netcompany beregnet via EV/EBITDA-metoden.

Tabel 6.22 Netcompanys aktiekurs ved EV/EBITDA-metoden

kr.	Netcompany	Antal aktier	Aktiekurs pr. stk.
Gennemsnitsværdi	22.498.700.000	50.000.000	449,97

Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabel 6.22 ovenfor, er gennemsnitsværdien af Netcompanys aktie pr. 06.02.2020 på 449,97 kr. beregnet med EV/EBITDA metoden, hvilket er væsentlig højere, end hvad den første multipelanalyse viste, men også højere end aktiekursen på børsen d. 06.02.2020 på 345 kr. pr. stk. Aktiekursen afviger altså med 104,97 kr. i forhold til lukkekursen på børsen d. 06.02.2020 og 180,24 kr. i forhold til den første multipelanalyse. I forhold til DCF-modellen, er Netcompanys aktiekurs vurderet højere i EV/EBITDA-modellen, end DCF-modellen. EV/EBITDA-modellen værdiansætter Netcompany 33,97 kr. højere pr. aktie. Den beregnede aktiekurs fra DCF-modellen er som tidligere nævnt 416 kr. pr. aktie.

De store spænd i værdiansættelserne, stiller store krav til sammenligneligheden af de virksomheder. De store spænd synliggør også svaghederne i multipelanalyserne, som vil blive beskrevet yderligere i det følgende afsnit.

6.3.2 Kritik af multipelanalysernes brugbarhed

Som det tydeligt fremgik af afsnit 6.3, har det stor betydning at finde sammenlignelige, identiske virksomheder. To identiske virksomheder findes dog ikke i virkeligheden, da der

altid vil være forskelle, og hver enkelt virksomhed har sine egne unikke kendetegn. Derfor vil sammenligneligheden i brugen af multipler, altid ende ud med en mere eller mindre tilfældig værdiansættelse. Dertil kommer, at der ikke findes et teoretisk grundlag for brug af multipler til værdiansættelser af virksomheder.¹¹⁹ Det er findes med andre ord ingen teori, der bakker om resultaternes rigtighed, ved brug ved værdiansættelse med multipler.

En anden svaghed i multipelanalyserne er, at de ikke tager højde for tidsværdien af penge (Time Value of Money).¹²⁰ Dermed tager de ikke højde for at en krone i dag er mere værd, end en krone eksempelvis 10 år ude i fremtiden. Dette er endnu en faktor, der bidrager til multipelanalysernes tilfældighed.

Multipelanalysen forudsætter ligeledes, at markedet er perfekt i forhold til prisdannelsen på de sammenlignelige virksomheder. Om markedet er perfekt i sin prisdannelse, er et emne for debat. Konsekvensen ved et ikke perfekt marked, vil betyde at målevirksomheden, i dette tilfælde Netcompany, også vil blive værdiansat forkert.¹²¹

Multiplerne P/S og P/E tager ikke højde for gældsætningen i virksomheden. Af gæld skal der betales renter samt der skal ske tilbagebetaling i form af afdrag. Omsætningen kan derfor i én virksomhed være gearet voldsomt, og efterfølgende blive sammenlignet med en anden virksomhed, med lav gældsætning. Ved alene at bruge P/S og P/E som målepunkt, vil værdiansættelsen derfor blive tilfældig. P/S bør derfor ikke stå alene, og det er derfor væsentligt at se nærmere på andre faktorer så som eksempelvis cash flow og gældsætning.

Den store spredning i de forskellige multipelanalyser bekræfter, at man skal forholde sig kritisk til værdiansættelsesmodeller baseret alene på multipler. Værdiansættelsen efter EV/EBITDA-metoden synliggør også, at der kan være stor spredning på sammenlignelige

¹¹⁹ Per Vestergaard Andersen, Værdiansættelse af virksomheder og aktier, s. 290.

¹²⁰ Per Vestergaard Andersen, Værdiansættelse af virksomheder og aktier, s. 292.

¹²¹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 26.

virksomheder, selvom de alle arbejder indenfor samme branche. De har alle forskellige størrelser, strategi og kendetegn, som gør det svært at sammenligne disse med hinanden eller eksempelvis Netcompany. En anden svaghed ved EV/EBITDA-metoden er, at den ikke tager højde for cash flow. En væsentlig faktor for at en virksomhed kan eksistere er, at der er likviditet til at kunne servicere de løbende omkostninger. At likviditet er en væsentlig faktor for en virksomheds eksistens bekræfter også udsagnet om at "cash is king".

Selvom der er mange punkter, der taler imod brugen af multipelanalyser til værdiansættelse af virksomheder, kan det konstateres at metoderne er ganske udbredte. De ses ofte omtalt i pressens finansnyheder, samt de optræder også ofte i analytikeres aktieanalyser. På trods af udbredelsen, bør det dog være klart, at multipelanalyser ikke bør stå alene. De fungerer bedst som et supplement til en absolut værdiansættelsesmodel.

6.4 Vægtning af de forskellige værdiansættelsesmodeller

I de tidligere afsnit er Netcompany blevet værdiansat med tre forskellige værdiansættelsesmetoder i form af DCF, multipelanalyse og EV/EBITDA. Alle værdiansættelsesmodeller har værdiansat Netcompanys forskelligt, hvilket naturligvis kan skabe diskussion om hvilken model der leverer det mest retvisende resultat. Dog er der i de tidligere afsnit blevet pointeret flere gange, at en enkelt værdiansættelsesmodel ikke bør stå alene. I dette afsnit vil der derfor blive beregnet en vægtning, af de beregnede aktiekurser fra de forskellige metoder. Da DCF-modellen baseres på den største mængde data omkring Netcompany, samt er den eneste model der inddrager cash flow samt nutidsværdier, vægtes denne højest. Det anbefales at DCF-modellen udgør en vægtning på 90%.¹²² De resterende to modeller udgør de resterende 10% fordelt med 5% på hver.

¹²² Vestergaard Andersen, Værdiansættelse af virksomheder og aktier, 2. udgave – side 204.

Tabel 6.23 Vægtning af de beregnede værdiansættelsesmodeller

Model	Vægtning	Aktiekurs
DCF	90%	416,00
EV/EBITDA	5%	449,97
Multipel	5%	268,73
Beregnet aktiekurs efter vægtning		410,34

Kilde: Egen tilvirkning.

Tabel 6.23 viser, efter en vægtning af resultaterne fra de forskellige værdiansættelsesmodeller, at den beregnede aktiekurs på Netcompany bør være på 410,34 kr. pr. 06.02.2020. Dette resultat skal også ses som værende afhandlingens vurdering af en retvisende aktiekurs. Dette betyder at aktien der handledes til 345 kr. den 06.02.2020 ved børslukketid, vurderes at være undervurderet i forhold til den beregnede værdi af aktien. Forskellen udgør 65,34 kr. svarende til et stigningspotentiale i aktien på 18,94%. Det vurderes derfor, at det er attraktivt for eksisterende aktionærer at fastholde deres investering og attraktivt for potentielle nye investorer at købe aktien.

6.5 Delkonklusion

Formålet med dette kapitel har været at værdiansætte Netcompany, for at vurdere om selskabets aktiekurs er over- eller undervurderet pr. 06.02.2020. Denne vurdering kan danne baggrund for besvarelsen af en del af problemformuleringen¹²³ samt underspørgsmål 3.¹²⁴

Til besvarelse af dette, startes kapitlet med budgettering af Netcompany. I budgetteringsafsnittet opstilles der begrundede forudsætninger, som efterfølgende bruges i den udarbejdede resultatopgørelse, balance og pengestrømsanalyse for Netcompany i årene 2020 til 2029 samt terminalåret 2030.

¹²³ "Hvordan afspejler Netcompanys aktiekurs pr. 06.02.2020 værdien af selskabet, beregnet via en teoretisk værdiansættelsesmodel?"

¹²⁴ "Hvad er den teoretiske værdi af Netcompany?"

Resultaterne fra budgetteringen benyttes i en DCF-model, som værdiansætter Netcompany ud fra deres forventede fremtidige pengestrømme. Til beregningen er der bestemt en WACC for Netcompany på 6,7%. Der er i beregningen af WACC blevet anvendt valide kilder til at understøtte de forudsætninger, der er anvendt i beregningen. WACC er desuden et vigtigt element i værdiansættelsen, da den har indflydelse på, hvilken tilbagediskonteringsfaktor der udregnes på baggrund af Netcompanys fremtidige pengestrømme, samt hvad terminalværdien af fremtidige pengestrømme er.

Med baggrund i ovenstående beregnes den teoretiske aktiekurs for Netcompanys ud fra DCF-modellen d. 6.2.2020 til 416 kr. pr. stk. Den beregnede aktiekurs er i forhold til den faktiske aktiekurs d. 6.2.2020, 71 kr. højere end den faktiske aktiekurs.

Der er derefter foretaget en følsomhedsanalyse, som konsekvensberegner ændringer i WACC, omsætningsvækst og frit cash flow, i forhold til Netcompanys aktiekurs.

Herefter er Netcompany værdiansat ved brug af multipelanalyser. Her er der anvendt P/E-, P/S- samt P/B-multipler og EV/EBITDA-multipler. Multiplerne er beregnet på baggrund af sammenlignelige virksomheder, fra både ind- og udland, inden for samme branche. Resultaterne fra multipelanalysen viser, at der er stor spredning i værdiansættelsen af Netcompany. Den gennemsnitlige værdi fra P/E-, P/S- samt P/B-modellerne viste en aktiekurs på 268,73 kr. pr. aktie og EV/EBITDA-modellen viste en aktiekurs på 449,97 kr. pr. aktie.

Det kritiseres at multipelanalyserne ikke tager højde for pengestrømme. Desuden kan det være vanskeligt at finde sammenlignelige virksomheder, hvorfor værdiansættelser med multiple kan bære præg af tilfældigheder.

Det konkluderes i kapitlet at en enkelt værdiansættelsesmodel ikke bør stå alene, så der bør anvendes flere forskellige værdiansættelsesmodeller, for at få den mest valide værdi af en virksomhed. Derfor foretages der en vægtning af de opnåede resultater fra de enkelte metoder. Vægtningen af de forskellige modeller kan selvfølgelig altid diskuteres, men da DCF-modellen tager højde for pengestrømme og bygger på et stort forarbejde, bør den alt

andet lige vægte højere end multipelanalyserne, de groft sagt blot findes ved at gange et par tal med hinanden.

I vægtningen af de opnåede resultater fra værdiansættelsesmodellerne, beregnes der en aktiekurs på 410,34 kr. pr. 06.02.2020, hvilket er 65,34 kr. højere end lukkekursen på markedet på samme dato. Det kan derfor konkluderes aktiekursen pr. 06.02.2020, ifølge de beregnede resultater, ikke i tilstrækkelig grad afspejler værdierne i selskabet. Ifølge afhandlingens beregninger er der et stigningspotentiale i Netcompanys aktie på 18,94%, hvilket gør selskabet attraktivt for eksisterende såvel som for nye investorer.

7. Self-Sustainable Growth Rate

Tidligere i afhandlingen er det dokumenteret i både regnskabsanalysen og den strategiske analyse, at Netcompany er en virksomhed i kraftig vækst. Derudover er der ud fra de begrundede forudsætninger i budgetteringen, budgetteret med vækst over den 10-årige budgetperiode.

Med baggrund i ovenstående kan det skabe undren, om det er holdbart for Netcompany, at deres omsætning vokser så hurtigt som den har gjort og forventer at gøre det i fremtiden, under hensyntagen til de øgede kapitalbindinger det medfører. Det kan derfor være relevant at teste hvordan Netcompany klarer sig i forhold til begrebet Self-Sustainable Growth(SSG), der måler om vækstraterne i et selskab er bæredygtige og holdbare på den lange bane.

Når der er vækst i en virksomhed er der principielt tre måder væksten kan finansieres på. Mulighederne er enten ved tilbageholdelse det overskud som virksomheden genererer, udstede flere aktier eller låne fremmedkapital. Udstedelse af aktier og lån i fremmedkapital, er umiddelbart mere omkostningstungt end tilbageholdelse af eget overskud. Det kan derfor være interessant for virksomheder at få en indikation på, hvor meget en virksomhed kan vækste ved anvendelse af virksomhedens eget overskud, uden at ændre politik for gældsætning og salg af aktiekapital. En måde at synliggøre dette på, er ved at beregne en Self-Sustainable Growth Rate (SSGR), der er et parameter der udtrykker, hvor stor omsætningsvækst en virksomhed kan opretholde uden at øge den finansielle gearing med enten egenkapital eller fremmedkapital. Self-Sustainable Growth Rate kan derfor være med til at sikre, at en virksomhed ikke bliver finansielt overgearet og dermed på sigt kan komme i økonomiske problemer. Beregningen af Self-Sustainable Growth Rate synliggøres i formlen nedenfor¹²⁵:

$$\text{Self Sustainable Growth Rate} = \text{Profit Retention Rate} * \text{Return on Equity}$$

Ovenstående formel viser at to nøgletal skal være udregnet før Self-Sustainable Growth Raten kan beregnes.

¹²⁵ Gabriel Hawawini, Claude Viallet Finance for Executives 6th udgave s. 208

Profit Retention Rate, er en indikator på, hvor meget af virksomhedens indtjening, der tilbageholdes som overført overskud. Nøgletallet beregnes ved at benytte årets resultat efter skat fra virksomheden, fratrasket udbyttebetaling til aktionærer og dividere med årets resultat efter skat.

Den andet nøgletal der skal beregnes er Return on Equity (ROE), som tidligere er beskrevet i regnskabsanalysen. Her er der altså tale om et nøgletal for forrentning af egenkapitalen.

En vigtig del af nøgletallet Self-Sustainable Growth Rate er læren om, at gearing via gæld og udbetaling af dividende, medfører begrænsninger og hindringer i forhold til den hastighed virksomheden kan vokse. Nøgletallet er et udtryk for hvor høj en vækstrate en virksomhed kan opretholde på sigt, uden at øge sin gearing. Jo højere nøgletallet for Self-Sustainable Growth er, jo mere fleksibilitet opnår virksomheden, når der skal er organisk vækst eller der skal foretages virksomhedsopkøb. En ekstra bonus ved selv at kunne finansiere nye projekter via sine overførte overskud, er i øvrigt at markedet ikke i samme grad kan få indsigt i finansieringen og at man ikke i samme grad er afhængig af långivere.¹²⁶

Self-Sustainable Growth Rate kan også benyttes som redskab til at måle en virksomheds strategiske robusthed. En virksomhed har en høj Self-Sustainable Growth Rate i forhold til sine konkurrenter, har en strategisk fordel ved, i større grad at kunne handle på de vækstmuligheder der opstår i branchen.¹²⁷

Self-Sustainable Growth Rate sammenlignes med salgsvæksten, og der er tre forskellige udfald. Enten er selskabets vækstrate lig med, under eller over Self-Sustainable Growth Rate. Der er ikke en placering i forhold til Self-Sustainable Growth Rate der er rigtig eller forkert, det er blot vigtigt at forstå betydningen af placeringen.

En salgsvækst der er højere end Self-Sustainable Growth Rate er ikke nødvendigvis farligt. Det betyder blot at selskabet må trække på ekstern finansiering for at væksten kan

¹²⁶ European Management Journal udgave 21 nr. 3, Johnson & Soenen, Indicators of Successful Companies – side 365.

¹²⁷ Critical Look at the Self-Sustainable Rate of Growth Concept and Formulas, Bruner, Darden University of Virginia – side 1.

gennemføres. Det kan blandt andet betyde, at selskabet må stifte mere gæld. At stifte gæld kan være fornuftigt, hvis den investering man foretager sig skaber værdi. Hvis selskabet har en sund balance med lav eller ingen gæld, er det måske ligefrem tilrådeligt at stifte mere gæld til brug for rentable investeringer. Man skal dog være opmærksom, hvis man i mange år konsekvent er over Self-Sustainable Growth Rate, eller hvis udgangspunktet er et selskab der allerede er tyngt af meget gæld, kan den høje vækstrate skabe problemer, eksempelvis for høj gældsætning. Helt overordnet vil der ved en salgsvækst over Self-Sustainable Growth Rate over tid opstå et likviditetsunderskud, som kan defineres som et finansieringsproblem.¹²⁸

En salgsvækst der er lavere end Self-Sustainable Growth Rate er ikke nødvendigvis dårligt, men placeringen kan betragtes fra to forskellige vinkler. Den ene vinkel er at selskabet ikke lever op til sit vækstpotentiale, og dermed opsparer unødigt mange kontanter, som aktionærerne nok hellere havde set investeret eller udbetalt i dividende. Den anden vinkel er robusthed, hvor en virksomhed kløgtigt ruster sig mod dårligere tider, og er klar til at investere når de gunstige muligheder opstår. Helt overordnet vil der ved en salgsvækst under Self-Sustainable Growth Rate over tid opstå et likviditetsoverskud, som kan defineres som et investeringsproblem.¹²⁹

En salgsvækst der er lig med Self-Sustainable Growth Rate er ikke per definition optimal. Der er blot tale om en salgsvækst der kan gennemføres uden at forhøje den finansielle gearing. Der kan være situationer, som nævnt i de 2 andre scenarier ovenfor, hvor det er fordelagtigt at placere sig over eller under Self-Sustainable Growth Rate. Selskaber der har en omsætningsvækst der er lig med Self-Sustainable Growth Rate kan betegnes som værende i finansiell balance.¹³⁰

Self-Sustainable Growth Raten vil blive beregnet på Netcompany nedenfor, både historisk og for fremtiden. Der vil blive beregnet Self-Sustainable Growth Rate på den 10-årige budgetperiode, for at indikere om Netcompany selv kan bære deres vækst via egen

¹²⁸ Hawawini & Viallet – Finance for executives – side 209.

¹²⁹ Hawawini & Viallet – Finance for executives – side 209.

¹³⁰ Hawawini & Viallet – Finance for executives – side 209.

indtjening, eller der er behov for fremmedkapital. Den udarbejdede Self-Sustainable Growth Rate vil blive sammenlignet med den forventede omsætningsvækst for at synliggøre forholdet imellem.

Almindeligvis benyttes nøgletallet Self-Sustainable Growth Rate til en enkeltstående sammenligning af virksomhedens aktuelle finansielle politik sammenholdt med en fast forventet vækstrate. I vores beregninger nedenfor anvendes nøgletallet imidlertid over en årrække, for at synliggøre Netcompanys forventede placering og de muligheder dette giver.

Netcompanys politik for gearing og udbytte er ikke klart definerede, nedskrevne regler. Der indikeres dog i årsrapporten for 2019, som også tidligere nævnt i afhandlingen, at der sigtes efter en dividendebetaling på op til 50% af det frie cash flow, samt en gearing op til 0,5-1,0 i forhold til EBITA. Derfor benyttes denne indikerede politik som forudsætning i beregningen. Dog vurderes det ikke urealistisk, at Netcompany kunne overveje at ændre denne, hvis de ønsker at gennemføre et virksomhedsopkøb eller lignende.

Nedenfor ses den beregnede Self-Sustainable Growth Rate for Netcompany.

Tabel 7.1 Self-Sustainable Growth Rate

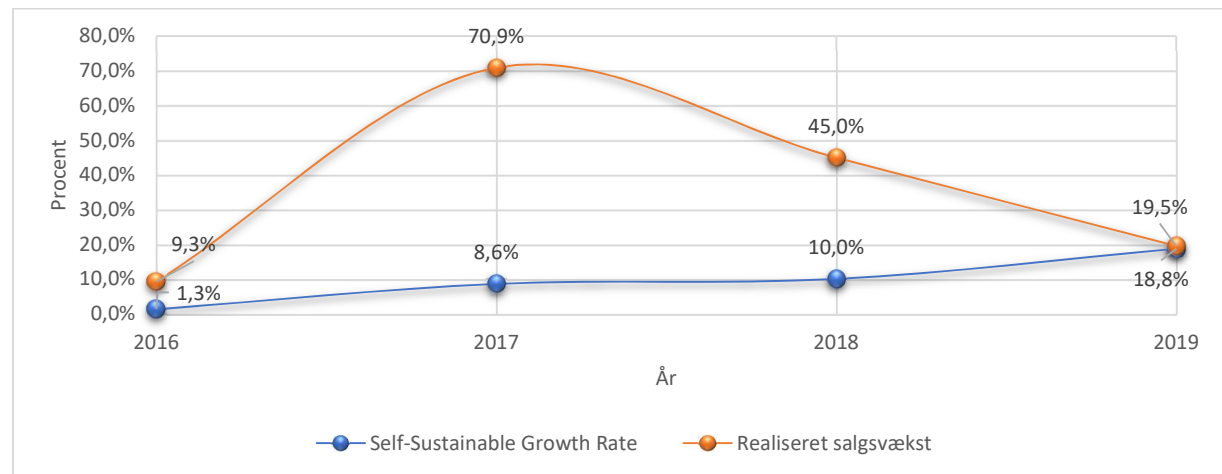
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Realiseret salgsvækst	9,3%	70,9%	45,0%	19,5%											
Forventet salgsvækst					20,0%	18,0%	16,0%	14,0%	12,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,15%
Profit Retention Rate	1,00	1,00	1,00	1,00	0,78	0,57	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56
RoE	1,3%	8,6%	10,0%	18,8%	18,5%	21,2%	23,4%	23,6%	23,2%	22,6%	22,1%	21,3%	20,4%	19,6%	18,6%
Self-Sustainable Growth Rate	1,3%	8,6%	10,0%	18,8%	14,4%	12,1%	13,2%	13,2%	13,0%	12,6%	12,3%	11,8%	11,4%	10,9%	10,3%

Kilde: Egen tilvirkning.

I tabel 7.1 ses de nødvendige input til beregningen samt selve resultatet af raterne for Self-Sustainable Growth. Den sorte streg i tabellen fungerer som skillelinje mellem historiske og budgetterede fremtidige resultater. Der ses et fald i Self-Sustainable Growth Rate i årene 2020 og 2021 primært på grund af opstarten af Netcompanys dividendebetalinger.

Data fra tabel 7.1 opstilles nedenfor i figurform og kommenteres yderligere.

Figur 7.1 Historisk Self-Sustainable Growth Rate, 2016-2019

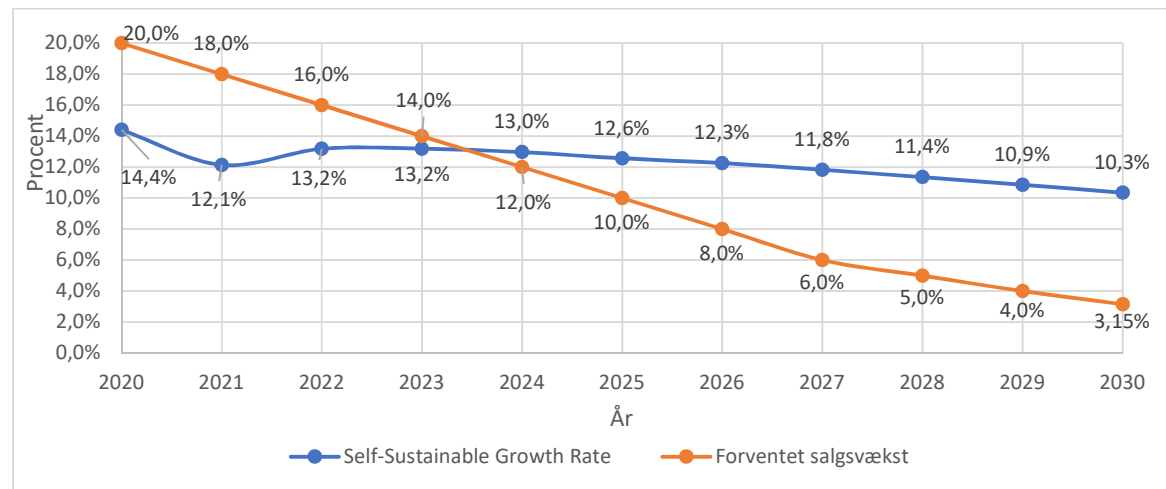


Kilde: Egen tilvirkning.

Figur 7.1 ovenfor illustrerer udviklingen i Netcompanys Self-Sustainable Growth Rate i perioden 2016 til 2019. Det bemærkes at selskabets realiserede omsætningsvækst, i hele perioden har været placeret over raten for Sustainable Growth. I både 2017 og 2018 har salgsvæksten været markant over Self-Sustainable Growth Rate med henholdsvis 62,3 og 35 procentpoint. Salgsvæksten skyldes primært organisk vækst, men også opkøb af virksomheder i Norge og England og Vietnam i 2016 og 2017, har haft en indflydelse på den øgede omsætning. Isoleret set er der en stor ubalance mellem realiseret vækst og Self-Sustainable Growth i perioden 2017 og 2018. Det har dog hele tiden være en bevidst handling fra Netcompanys side, som også nævnt i afhandlingens afsnit om beskrivelse af virksomheden, da man netop fik tilført finansiering fra tredjepart, da FSN Capital opkøbte halvdelen af selskabet i 2015. En så stor forskel på realiseret omsætningsvækst og Self-Sustainable Growth Rate vurderes ikke at være bæredygtige på sigt. Dog er der her kun tale om en kort periode, der nøje er planlagt, så vurderes det som værende en fornuftig strategi. I 2019, og dermed det sidste af nøgletallene baseret på historiske data, er forskellen nedbragt til kun at udgøre 0,7%.

I figuren nedenfor præsenteres Self-Sustainable Growth Rate i forhold til budgetteringen.

Figur 7.2 Self-Sustainable Growth Rate, 2020-2030



Kilde: Egen tilvirkning.

Figur 7.2 viser den forventede salgsvækst i Netcompany i perioden 2020 til 2030 sammen med den beregnede Self-Sustainable Growth Rate. I perioden 2020 til 2023 er salgsvæksten over Self-Sustainable Growth Rate, hvorefter det fra 2024 vender, så salgsvæksten forventes at være under den beregnede rate.

Hvis den forventede salgsvækst fratrækkes Self-Sustainable Growth Rate for hver enkelt år i budgetperiode og terminalår, og derefter lægges sammen, findes tallet -19%. Dette tal indikerer, at Netcompanys forventede salgsvækst, set over budgetperiode og terminalår, er væsentligt under Self-Sustainable Growth Rate. Dette betyder at Netcompany må forventes at opbygge store likvide beholdninger og dermed en økonomisk robusthed. Da der alene ses ind i en periode på 4 af 11 år, med en højere salgsvækst end raten for Self-Sustainable Growth, vurderes det at Netcompany fint kan finansiere sin egen vækst, uden behov for ekstern finansiering, øget gældsætning eller reducere af dividendeudbetalinger.

Dermed ser vi ind i et Netcompany der i løbet af budgetperioden har lav gældsætning og har opbygget en stor mængde likvide midler, og som ville kunne beskrives som værende økonomisk robust. Det vurderes derfor både for ansvarligt og tilrådeligt for Netcompany, at afsøge muligheder for at øge selskabets omsætningsvækst. Dette kunne eksempelvis ske via

virksomhedsopkøb. Hvis der ikke kan identificeres værdiskabende opkøbskandidater, kan ekstraordinære dividendebetalinger også overvejes.

7.1 Kritik af Self-Sustainable Growth Rate

Self-Sustainable Growth Rate bygger på en antagelse omkring konstant overskudsgrad samt en fast politik for gearing og dividende. Derfor kan nøgletallet have begrænset nytte, i de tilfælde hvor en virksomhed ikke har fast overskudsgrad eller faste politikker for gearing og dividende. Selvom Netcompany ikke har en fast politik på området, vurderes nøgletallet alligevel at have anvendelse, da det over en periode skaber et billede af hvordan selskabet positionerer sig i forhold til en vækst de selv kan løfte.

7.2 Delkonklusion

Netcompany har i deres årsrapport for 2019 indikeret nogle mål for deres gearing og dividendebetalinger. Disse indikationer vurderes dog ikke at udgøre en egentlig politik, og der forventes at disse vil kunne blive ændret agilt i takt med behov. Dette kan vanskeliggøre brugen af nøgletallet Self-Sustainable Growth Rate. Dog vurderes nøgletallet stadig at have anvendelse, hvis der ses over en længere periode, i dette tilfælde i årrækken 2020 til 2030.

I de første fire år af den 11-årige periode er Netcompanys salgsvækst højere end deres Self-Sustainable Growth Rate. I de resterende syv år er salgsvæksten under den beregnede rate som de selv økonomisk kan bære, uden øget fremmedkapital eller ændring af dividendepolitik. Set over perioden i sin helhed, er Netcompanys salgsvækst væsentligt under deres beregnede Self-Sustainable Growth Rate. Dermed kan underspørgsmål 4¹³¹ samt dele af konklusionen besvares¹³², da det vurderes at Netcompany godt kan finansiere deres egen vækst, uden det bliver nødvendigt for dem at opsøge ekstern finansiering, samt uden at ændre i deres gældsætnings- og udbyttepolitik.

Det vurderes dog, at Netcompany i løbet af perioden opnår en sådan grad af økonomisk robusthed, og samtidig har lav eller ingen gæld, at det vil være både ansvarligt og tilrådeligt at gennemføre virksomhedsopkøb med eventuel ekstern finansiering.

¹³¹ "Kan Netcompany selv finansiere deres egen vækst?"

¹³² "... og kan selskabets vækstforventninger realiseres uden ændring af gældsætnings- og udbyttepolitik samt behov for ekstern finansiering?"

8. Konklusion

Netcompany er en dansk virksomhed, der over de seneste år har oplevet en stor omsætningsvækst. De opererer primært på det danske marked, men er i dag repræsenteret i seks lande. Væksten på det danske marked er blandt andet drevet af et politisk ønske om fortsat digital udvikling i Danmark. Derudover observeres der øget digitalisering af samfundsmønstre samt krav om fortsatte effektiviseringer og overholdelse af regler for databeskyttelse.

Netcompany har en stærk konkurrencemæssig fordel ved i høj grad at kunne levere IT-løsninger til den aftalte tid, til aftalt pris og af rette kvalitet. Dette ses ikke i branchen generelt, som er præget af lav kundetilfredshed og flere store, kuldsejlede IT-projekter hos deres konkurrenter, hvilket Netcompany indtil nu har formået at manøvrere udenom. Netcompany vurderes at have en stærk strategisk position på markedet, særligt indenfor IT-løsninger til det offentlige, hvor de over de seneste år har vundet flere store projekter på samfundskritiske IT-løsninger.

Den strategiske analyse viser dog også, at konkurrencen i IT-branchen er høj, hvor især konkurrencen fra større danske og internationale IT-selskaber fremover vil gøre det vanskeligere for Netcompany at fortsætte med vækstrater i samme høje niveau som tidligere. Derudover ses truslen fra mangel på højt uddannede IT-folk at kunne bremse Netcompanys vækstambitioner.

Netcompanys stærke strategiske position afspejles i regnskabsanalysen af Netcompany. De har i perioden 2016 til 2019 oplevet en stor omsætningsvækst samt har formået at forbedre deres overskudsgrad med 6%-point. Sammenlignet med Netcompanys konkurrenter i både ind- og udland, placerer de sig på en andenplads i forhold til egenkapitalens forrentning (RoE). Overordnet set indeholder analysen af Netcompanys historiske resultater stort set kun positiv udvikling. Det eneste der med fordel kan udfordres, er de øgede bindinger i arbejdskapital, som dog er forventelige i et selskab i vækst.

En af afhandlingens primære opgaver har været at værdiansætte Netcompany, for at afklare om kursen pr. 06.02.2020 afspejler værdien af selskabet. Med baggrund i den strategiske analyse samt regnskabsanalysen, er der udarbejdet en budgettering for Netcompany i en 10-årig budgetperiode samt et terminalår. Budgetteringen benyttes til at udarbejde en DCF-model der værdiansætter Netcompanys diskonterede fremtidige pengestrømme. DCF-modellen værdiansætter Netcompanys aktie til 416 kr. pr. styk.

Netcompany er også værdiansat ved brug af multipelanalyser, hvor der bruges både danske og udenlandske sammenlignelige virksomheder i beregningen. Der er udarbejdet en værdi af Netcompanys aktiekurs for gennemsnittet af P/E-, P/S- samt P/B-modellerne samt en værdi fra EV/EBITDA-multiplier. Disse værdiansætter en Netcompany-aktie til henholdsvis 268,73 og 449,97 kr. pr. styk. Efter udarbejdelsen af multipelanalyserne står det klart, at de udregnede værdier i stor grad afhænger af sammenligneligheden på de virksomheder der benyttes. Da to virksomheder sjældent er ens, kan en multipelanalyse indeholde store dele tilfældighed.

Da det i afhandlingen konstateres at én værdiansættelsesmodel ikke bør stå alene, udarbejdes der en vægtning af resultaterne fra DCF-modellen og multipelanalyserne. Med vægtningen er der beregnet en aktiekurs på 410,34 kr. pr. 06.02.2020. Dette er 65,34 kr. højere end lukkekursen på markedet på samme dato og viser et stigningspotentiale i aktien på 18,94%. Derfor kan det konkluderes at Netcompanys aktiekurs pr. 06.02.2020, der handles til 345 kr. pr. styk, ikke afspejler værdien i virksomheden og at aktiekursen dermed er undervurderet. Det vurderes derfor at det er attraktivt at investere i Netcompany.

Et andet klart defineret mål for afhandlingen, har været at undersøge om Netcompanys vækstambitioner kan realiseres uden ændring af gældssætnings- og udbytte politik samt behov for ekstern finansiering. Til måling af, om Netcompany kan finansiere deres egen vækst, benyttes nøgletallet Self-Sustainable Growth Rate.

I løbet af budgetperioden er Netcompanys forventede salgsvækst placeret både over og under Self-Sustainable Growth Rate. Set over perioden i sin helhed, er Netcompanys salgsvækst dog væsentligt under den beregnede Self-Sustainable Growth Rate for

virksomheden. Derfor kan det konkluderes, at Netcompany selv kan finansiere sin egen vækst, uden det bliver nødvendigt at opsøge ekstern finansiering, samt uden at ændre deres gældssætnings- og udbyttepolitik. Det vurderes at Netcompany over budgetperioden opbygger en sådan grad af økonomisk robusthed, at det er både ansvarligt og tilrådeligt at foretage virksomhedsopkøb, eventuelt med optagelse af ekstern finansiering.

8.1 Perspektivering

Denne afhandlings problemformulering og konklusion tager udgangspunkt i værdien af Netcompany pr. 06.02.2020. Siden den dato har verden oplevet en altomfattende sundhedskrise i form af COVID19-virus, som også har store økonomiske konsekvenser for såvel enkeltpersoner som virksomheder. Krisen har resulteret i store kursfald på aktiemarkederne, hvilket også har givet kursfald for Netcompany aktien. Men som det fremgår af figur 8.1 nedenfor, er kursen på Netcompanys aktie nu tilbage på et højere kursniveau end d. 06.02.2020.

Figur 8.1 Netcompany kursudvikling februar-maj 2020



Kilde: Børsen Investor, 01.05.2020¹³³

Kursudviklingen viser, at trods afhandlingens konklusion om, at aktiekursen på Netcompany pr. 06.02.2020 er undervurderet, så bliver aktiekursen, og dermed den værdi, som

¹³³ <https://borsen.dk/investor/aktie/S1075/NETC/NetcompanyGroup>

Netcompany vurderes til på aktiemarkedet, negativt påvirket af generel økonomisk usikkerhed verden over. Dermed ses den umiddelbare værdi af Netcompany i et andet perspektiv, som er påvirket af generelle økonomiske konjunkturer samt psykologi hos investorerne.

Samtidig bekræfter den hurtige kursstigning på Netcompanys aktie til et niveau fra før COVID19-krisen afhandlingens konklusion om, at Netcompany har en stærk forretningsmodel, som gør dem konkurrencedygtige i en branche, som fortsat har gode vækstudsigter, på trods af COVID19.

Det kunne være relevant at opstille nye forudsætninger for afhandlingens budgettering og udarbejde en ny DCF-model for Netcompany. På den måde kan der vurderes på om den stærke positive korrektion, aktien har haft siden lavpunktet d. 18.03.2020, er et udtryk for ren eufori omkring bedring i COVID19-situationen, eller det rent faktisk kan forsvares med saglig og velovervejet begrundelse.

Litteraturliste

Bøger

Brealey, Myers, Marcus: Fundamentals of corporate finance, 7th Edition, 2012
Bruner, Robert F.: Critical Look at the Self-Sustainable Rate of Growth Concept and Formulas, 1991
Drejer, Anders: Strategi på kanten, 2019
Porter, Michael E.: Competitive Strategy, 1980
Lægaard, Jørgen og Vest, Mikael: Strategi i vindervirksomheder, 6. udgave, 2016.
Kotler, Philip, m.fl.: Marketing Management, 2. udgave 2012.
Hawawini, Gabriel og Viallet, Claude: Finance for executives, 6. udgave, 2010
Lynggaard, Peder: Driftsøkonomi, 7. udgave, 2008
Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 2017
Vestergaard Andersen, Per: Værdiansættelse af virksomheder og aktier, 2. udgave, 2017

Årsrapporter

Netcompany Annual Report 2019
Netcompany Annual Report 2018
Netcompany Annual Report 2017
Netcompany Annual Report 2016

Publikationer

Aktieinfo: Analyse af Netcompany, 26. Nov. 2019
Danmarks Statistik: IT-anvendelse i befolkningen – 2018, Nov. 2018
Danmarks Statistik: Markant flere ældre i fremtiden, Maj 2018
Danske Bank: Netcompany Equity Research, 7. Feb. 2020
European Management Journal, udgave 21 nr. 3, Indicators of Successful Companies
Erhvervsministeriet: Strategi for Danmarks digitale vækst, 30. Jan. 2018
EY: Indsigt i årsregnskabsloven 2017/18, 1. Nov. 2018
Galbraith, Jay R., The Star Model, 1. Juni 2016
Netcompany: Tag del i den digitale fremtid, Maj 2018
Netcompany: Offering Circular, Maj 2018
Netcompany: Selskabsmeddelelse, Feb. 2018
Netcompany: Capital Market Day 2019
Nordea: Netcompany Commissioned Research, 7. Feb. 2020
OECD: Economic Outlook, November 2019
RÅDGIVNINGSSUDVALGET: Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Dec. 2002
The digital Economy and Society Index (DESI), 2018 and 2019

Hjemmesider

Berlingske.dk: Fremadstormende IT-firma bryder 20-årig forbandelse: Runder 1.000 medarbejdere, 31. feb. 2017

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/fremadstormende-it-firma-bryder-20-aarig-forbandelse-runder-1.000>

Berlingske.dk: Norsk kapitalfond køber sig ind i guldrandet IT-firma, 21. dec. 2015

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/norsk-kapitalfond-koeber-sig-ind-i-guldrandet-it-firma>

BLS Invest: Netcompany, hentet 28. april 2020

<http://www.blsinvest.dk/company/netcompany/>

Børsen.dk: Netcompany går på børsen med markedsværdi på 7,75 mia. kr., 7. maj 2018

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/netcompany-gaar-paa-boersen-med-markedsvaerdi-paa-7-75-mia-kr-dyjjw>

Børsen.dk: IT branchen har brug for højere faglighed, 12. marts 2020

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/it-branchen-har-brug-for-hojere-faglighed>

Digitaliseringsstyrelsen: MitID afløser NemID, marts 2019

<https://digst.dk/it-loesninger/mitid/fremtidens-nemid/mitid-aflieser-nemid/>

DR: Statsministeren bebuder markant mere overvågning i Danmark, 8. okt. 2019

<https://www.dr.dk/nyheder/politik/statsministeren-bebuder-markant-mere-overvagning-i-danmark>

Finans.dk: Nederlag til e-Boks kan kaste danskerne ud i postkaos, 7.10.2019

<https://finans.dk/erhverv/ECE11668793/nederlag-til-eboks-kan-kaste-danskerne-ud-i-postkaos>

FSN Capital: FSN Capital IV acquires Netcompany, 21. dec. 2015

<https://fsncapital.com/news/fsn-capital-iv-acquires-netcompany/>

Government.se: A digital strategy in Sweden, hentet 28. april 2020

<https://www.government.se/information-material/2017/06/fact-sheet-for-sustainable-digital-transformation-in-sweden--a-digital-strategy/>

IT-Branchen: Bæredygtighed, miljø, CSR, hentet 28.4.2020

<https://itb.dk/raadgivning/baeredygtighed-miljoe-csr/>

Lederne: Magasinet Lederne forår 2019, hentet 28. april 2020

<https://www.lederne.dk/ledelse-i-dag/magasinet/magasinet-lederne-foraar-2019/andre-rozaczewski>

McKinsey: The 7-S Framework, marts 2008

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/enduring-ideas-the-7-s-framework>

Netcompany.com: Vi er Netcompany

<https://www.netcompany.com/da/Om-os/Vi-er-Netcompany>

Netcompany.com: Services

<https://www.netcompany.com/da/Services>

NP Investor: Netcompany vinder ordre hos Rigspolitiet, 12. feb. 2020

<https://npinvestor.dk/nyheder/netcompany-vinder-ordre-hos-rigspolitiet-pa-naesten-200-mio-kr>

Teknologiens Mediehus: Axcel køber Netcompany

<https://ing.dk/artikel/axcel-kober-netcompany-72547>

Teknologiens Mediehus: KMD betaler 200 mio. kr. i erstatning for kuldsejlet EFI-system, 29. marts 2019

<https://www.version2.dk/artikel/kmd-betaler-200-millioner-erstatning-kuldsejlet-efi-system-1087798>
www.columbusglobal.com
www.dst.dk
www.epam.com
www.endava.com
www.investors.globant.com
www.nnit.dk
www.statistikbanken.dk
<https://borsen.dk/investor/aktie/S1075/NETC/NetcompanyGroup>
www.valutakurser.dk

Bilag 1

Udsnit fra beregningen af betaværdien for Netcompanys aktie.

Share	Netcompany Group A/S		OMXC Large Cap PI				
Period	07/06/2018 - 06/02/2020		07/06/2018 - 06/02/2020				
Currency	DKK		DKK				
Date	Close	Procentvis ændring netcompany	Close	Procentvis ændring OMXC Large			
07/06/2018	201,00	-0,01	252,11	0,006386971			
08/06/2018	203,00	-0,04	250,51	-0,00464876			
11/06/2018	211,00	0,03	251,68	0,000278208			
12/06/2018	205,00	-0,02	251,61	-0,005494071			
13/06/2018	209,00	0,00	253,00	-0,008776054			
14/06/2018	210,00	-0,01	255,24	-0,000587337			
15/06/2018	213,00	-0,01	255,39	0,011285341			
18/06/2018	214,20	0,01	252,54	0,007982757			
19/06/2018	212,70	-0,01	250,54	-0,008979075			
20/06/2018	214,40	-0,04	252,81	-0,001185255			
21/06/2018	222,90	-0,02	253,11	-0,00557891			
22/06/2018	228,10	0,02	254,53	0,008438986			
25/06/2018	223,00	-0,04	252,40	0,012394208			
26/06/2018	232,10	0,00	249,31	-0,002839773			
27/06/2018	233,20	0,01	250,02	0,011980895			
28/06/2018	231,55	-0,01	247,06	-0,009024909			
29/06/2018	233,70	0,01	249,31	0,00471508			
02/07/2018	231,10	-0,02	248,14	-0,008590036			
03/07/2018	236,25	-0,01	250,29	-0,002868412			
04/07/2018	239,65	0,01	251,01	0,004602577			

<http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/histori>
<https://www.netcompany.com/int/Investor-Relatic>

0,780939315 BETA
 0,780939315
 Forskel (tjek) 0,0000

•
 •

21/01/2020	317,40	0,01	295,12	-0,005660377
22/01/2020	315,60	0,00	296,80	0,00158607
23/01/2020	315,00	-0,01	296,33	-0,008797164
24/01/2020	318,20	0,02	298,96	0,023730439
27/01/2020	312,80	0,00	292,03	-0,004601541
28/01/2020	312,20	0,00	293,38	-0,012255067
29/01/2020	313,40	0,02	297,02	0,014689806
30/01/2020	306,80	0,00	292,72	-0,003200981
31/01/2020	305,80	-0,01	293,66	-0,000578566
03/02/2020	309,40	0,00	293,83	-0,010106795
04/02/2020	310,00	-0,01	296,83	-0,023970801
05/02/2020	313,00	-0,09	304,12	-0,008929153
06/02/2020	345,00		306,86	

Bilag 2

Damodarans betaværdier.

Date updated:	05-jan-20		
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu		
What is this data?	Cost of equity and capital (updateable)		
Home Page:	http://www.damodaran.com		
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html		
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls		
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm		
<i>To update this spreadsheet, enter the following</i>			
Long Term Treasury bond rate =			1,92%
Risk Premium to Use for Equity =			5,20%
Global Default Spread to add to cost of debt =			0,00%
Do you want to use the marginal tax rate for cost of debt?			
If yes, enter the marginal tax rate to use			
<i>These costs of capital are in US\$. To convert to a different currency, please enter</i>			
Expected inflation rate in local currency =		6,00%	
Expected inflation rate in US \$ =		1,50%	
Industry Name ▼	Number of Firms ▼	Beta ▼	Cost of Equity ▼
Computer Services	106	1,20	8,18%
Information Services	69	1,09	7,60%
Software (System & Application)	363	1,20	8,14%