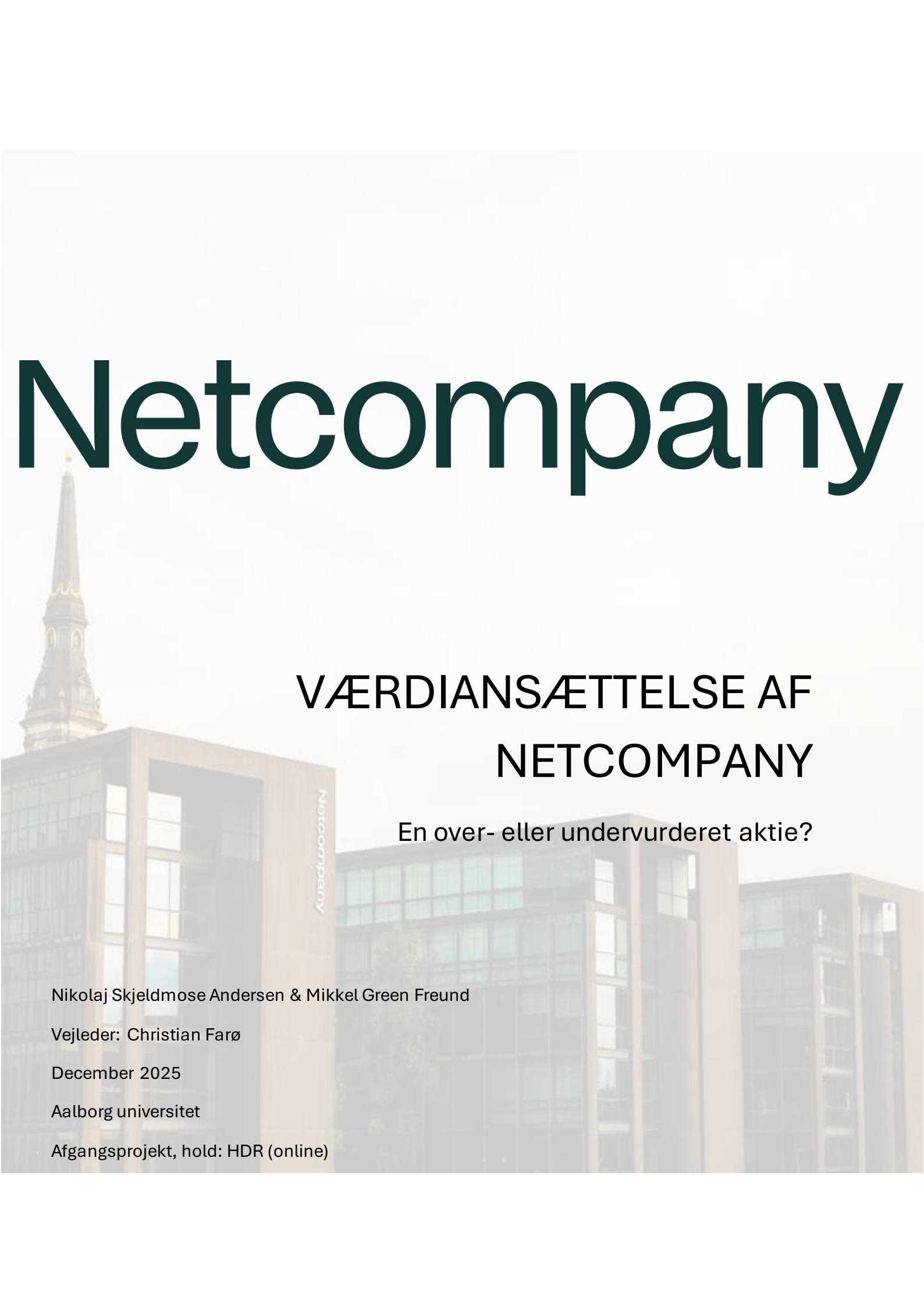




Netcompany

VÆRDIANSÆTTELSE AF NETCOMPANY

En over- eller undervurderet aktie?

Nikolaj Skjeldmose Andersen & Mikkel Green Freund

Vejleder: Christian Farø

December 2025

Aalborg universitet

Afgangsprojekt, hold: HDR (online)

Abstract.....	4
Indledning.....	5
Virksomhedsbeskrivelse	6
Problemformulering.....	7
Afgrænsning	7
Metodebeskrivelse.....	8
Business model canvas	8
Porters five forces	9
PESTEL	9
DCF.....	11
Følsomhedsanalyse	11
Multipelanalyse	12
Regnskab- og nøgletalsanalyse	13
Managerial balance sheet	13
Data og praktisk fremgangsmåde	14
Markedsanalyse	14
Business model canvas	14
Kundesegment.....	14
Kundeværdi.....	15
Kanaler.....	15
Kunderelation	16
Indtægter.....	16
Aktiviteter.....	16
Ressourcer.....	17
Partnere	17
Omkostninger	18
Porters five forces	18
Rivalisering i branchen	18
Kunders forhandlingsmagt.....	19
Leverandørernes forhandlingsmagt	20
Truslen fra nye konkurrenter	21

Truslen for substitution.....	21
PESTEL	22
Politik	22
Økonomisk	23
Social	23
Teknologisk	24
Miljømæssig	24
Lovgivningsmæssig	25
Samlet vurdering	25
SWOT.....	28
Styrker	28
Svagheder	28
Muligheder	29
Trusler.....	29
Regnskabsanalyse	30
Resultatopgørelse og balance	31
Reformuleret resultatopgørelse og balance	32
Nøgletal.....	35
Peers	40
Regnskabsanalyse af peers	40
Værdiansættelse.....	44
Budgettering	44
Budgetperiodens længde.....	44
Budgettering af salgsvækst	45
Budgettering af EBIT-margin	46
Budgettering af skatteprocent	47
Budgettering af WCR% af omsætningen.....	47
Øvrige budgetteringsmæssige overvejelser og antagelser	48
Terminalperiodens forudsætninger	49
Sammenfatning af budgettering	49
Værdiansættelse via DCF	51

WACC	52
Omkostninger til egenkapital	52
Omkostninger til fremmedkapital	53
Netcompanys kapitalstruktur og finansieringsværdier	54
WACC-udregning	55
Frit cash flow	55
Terminalværdi	56
Enterprise value	56
Værdiansættelse	57
Følsomhedsanalyse	58
Multipelanalyse	59
Konklusion	60
Hvilke interne og eksterne faktorer påvirker Netcompanys position på markedet?	60
Hvad er Netcompanys regnskabsmæssige udvikling i de seneste 4 år.	61
Er den børsnoteret aktie over- eller undervurderet i forhold til den teoretiske værdi.	62
Hvordan sammenligner Netcompany sig, med sine konkurrenter på markedet.	64
Konklusion opsummeret	64
Perspektivering	65
Referencer	66
Bilag	68
Bilag 1, Netcompany	68
Bilag 2, KMD	75
Bilag 3, NNIT	81

Abstract

The research purpose of this paper is to determine the theoretical market value of Netcompany through a financial analysis. The analysis is motivated by Netcompanys position on the danish IT-consulting market, it's role in the public digitalization strategy and its development in the future. The project examines how the companys actual market values align with the theoretical calculated value, and to what extend internal factors and external marked competition and other factors influence Netcompanys place in said market.

The study begins with an analysis of the market, using Business Model Canvas, Porters Five Forces and PESTEL. All these together, is hepfull in determining Netcompanys position on the market, and which external, non-controllable factors have an impact. The analysis shows Netcompanys strong historical performance in the public sector, using their technical expertise, modular development techniques amd long-term client relations. The company is on the other hand exposed to risks associated with rising wages in the IT sector, increasing competetion from both national and international firms, and substitution from advanced AI development tools.

The financial analysis builds on a managerial balance sheet and income statements from the period 2021-2024, allowing to show a historic development of profitability, liquidity, and working capital. Key numbers show a good performance in 2021 and 2022, followed by margin pressure in 2023 due to lower utilization rates, high personnel costs, and strategic changes. In 2024, the numbers recover, and there's a slight rise, supported by imporves operational control and better cash management.

The valuation is done using the DCF method. The DCF uses incorporated budget cash flows, long-term growth and a WACC reflecting Netcompanys risk profile. The combined valuation forms the basis for assessing whether a share price is over- or underrated relative to the stock market. The findings are then considered in regard to peer companies' performance and market expectations.

Indledning

(Prosa, 2021) I Takt med at man i en længere periode har set en betydelig og hurtig digitalisering af både den offentlige og private sektor har IT og konsulentbranchen oplevet en markant vækst og dermed fået en stor betydning for samfundsudviklingen.

Digital transformation er i dag en central konkurrenceparameter hos mange virksomheder, hvilket har skabt store vækstbetingelser for mange konsulenthuse med erfaring og stærke kompetencer indenfor IT-udvikling, og implementering af diverse digitale løsninger.

En af de helt store virksomheder, der i særlig grad har kunne udnytte denne udvikling, er virksomheden Netcompany Group A/S. Siden etableringen i 1999 har Virksomheden udviklet sig fra en mindre dansk konsulentvirksomhed til en førende aktør på det nordiske marked med betydelige aktiviteter i UK og Holland. Virksomheden blev børsnoteret tilbage i 2018 og har siden oplevet stor opmærksomhed fra både investorer og analytikere, hvilket gør det til en interessant case i både en finansiell og regnskabsmæssig kontekst. ((Wikipedia, 2025)

Formålet med denne opgave er at bestemme den teoretiske markedsværdi af Netcompany A/S. Dette vil gøre ved hjælp af diverse værdiansættelsesmetoder. Opgaven tager udgangspunkt i DCF-modellen og Mulitpelanalyse, som sammen danner et grundlag som gør man kan vurdere, hvordan marked værdiansætter selskabets fremtidige indtjeningsevne. Ud fra dette vil man kunne give et bud på, om Netcompany aktuelt er overvurderet, undervurderet eller rimeligt prisfastsat på aktiemarkedet.

Valget af netcompany som analyse virksomhed er motiveret af deres høje vækst, stærke position i en digitalt drevet branche og den tilgængelighed af regnskabs- og markedsddata som følge af børsnoteringen. Derudover er virksomheden også et interessant eksempel på, hvordan vækstvirksomheder i videns intensive brancher kan skifte fra en høj vækst til en mere stabil drift. Dette gør værdiansættelsen af Netcompany metodisk udfordrende og meget faglig relevant.

Opgaven indledes med en præsentation af Netcompany A/S og en strategisk analyse af virksomhedens eksterne og interne forhold. Herefter vil der gennemføres en regnskabsanalyse med fokus på rentabilitet, vækst og finansiell struktur, som danner et grundlag for budgettering og beregning af de frie pengestrømme i DCF-modellen.

Til sidst suppleres værdiansættelsen med multipelanalyse og en følsomhedsanalyse af de vigtigste forudsætninger. Herefter resultaterne perspektiveres til selskabets aktuelle markedsværdi

Virksomhedsbeskrivelse

Netcompany er et danskejet IT-konsulenthus med hovedsæde i København. De har eksisteret siden 1991. Netcompanys primære beskæftigelse er rådgivning og udvikling af informationsteknologi og IT-løsninger. Deres projekter spænder bredt og indebærer design, udvikling, implementering og drift af digitale systemer. Deres primære kundesegment er offentlige institutioner og private virksomheder. Netcompany er drevet på troen om, at teknologi kan og bør bruges ansvarligt i forhold til åbenhed, datasikkerhed og samfundsmæssig gevinst. Netcompanys hovedmål er at være drivkraften indenfor digital transformation i Europa.

Et godt eksempel på et af Netcompanys projekter kan være Styrelsen og IT og Læring, også kaldet STIL. Netcompany har udviklet et avanceret datalager, som samler data omkring adfærd og præstationer fra folkeskoler i alle Danmarks 98 kommuner. Denne løsning giver både skoler og offentligheden mulighed for at benchmarke, analysere og sammenligne præstationer og performance i skolerne. Disse data giver indsigt til både forældre og politikere, som øger transparensen og hjælper med beslutningstagningen i forhold til nye initiativer på den enkelte skole. (Netcompany, 2025a)

Et andet af Netcompanys projekter er fusionen mellem dem og SDC, der har resulteret i "Netcompany Banking Services". Projektet er en platform med de moderne banksystemer, hvor AI og automatisering spiller en stor rolle. Deres mål med platformen er at give brugerne mere personlig rådgivning, samt effektive reguleret finansielle løsninger.

Netcompanys vision og mål er at blive markedsleder indenfor IT-services i Europa inden 2030. Det vil de gøre ved at udnytte deres styrer indenfor innovation, genanvendelige teknologiplatforme og ved at levere højkvalitetsløsninger med fokus på effektivitet, sikkerhed og bæredygtighed.

Samlet set arbejder Netcompany på at balancere vækst, teknologisk innovation og samfundsansvar med den ambition at bidrage til et moderne Europa, hvor digitalisering og datasikkerhed er i hovedsædet.

Problemformulering

Hvordan passer den faktiske værdi af Netcompany i forhold til den teoretisk værdiansættelse.

- Hvilke interne og eksterne faktorer påvirker Netcompanys position på markedet.
- Hvad er Netcompanys regnskabsmæssige udvikling i de seneste 4 år.
- Er den børsnoteret aktie over- eller undervurderet i forhold til den teoretiske værdi.
- Hvordan sammenligner Netcompany sig, med sine konkurrenter på markedet.

Afgrænsning

Vi har valgt at sætte fokus på de 4 seneste regnskabsår, grundet et opkøb lavet af Netcompany i 2021, hvilket vil have indvirkning på nøgletallene og ikke give et retvisende billede af deres normale drift, hvis vi tog 2020 med i analysen.

Der er udelukkende lagt fokus på Netcompany som selvstændig koncernvirksomheden. Eventuelle scenarier hvor der kunne ske opkøb eller frasalg indgår ikke, medmindre de allerede har været annonceret for pressen. Regnskabsanalysen baseres kun på offentliggjorte årsrapporter fra 2024 til tilbage til 2021, samt udvalgte ekstern markedsinformation. Interne budgetter og ikke-offentliggjorte forventninger anvendes ikke.

Værdiansættelsen gennemføres kun ved brug af DCF-Modellen og tilhørende WACC-beregning, samt en supplerende multipelanalyse. Andre værdiansættelsesmetoder behandles ikke, da de enten bygger på samme underliggende logik som DCF eller vurderes mindre retvisende til denne type virksomhed. Fokus er på at værdiansætte Egenkapitalen. Evt. Skattemæssige problemstillinger, finansieringsstruktur og minoritetsinteresser behandles kun hvis det har direkte betydning for beregningen.

Makroøkonomiske forhold som renteutvikling, inflation og konjunkturer, behandles udelukkende deskriptivt og arbejdes ind i modellen med overordnede antagelser om risikofri rente, markedsrisikopræmie og vækst, men der foretages ikke nogen selvstændige makroøkonomiske scenarieanalyser

Metodebeskrivelse

Business model canvas

Business model canvas er en strategisk metode, som anvendes til at skabe et visuelt og systematisk overblik over en virksomheds forretningsmodel. Den bruges til at analysere, udvikle og forbedre hvordan en virksomhed levere værdi. Formålet med metoden er at give et billede af virksomhedens overordnet struktur og værdiskabelse, hvilket gør det lettere at identificere styrker, svagheder og muligheder for forbedring.

Business model canvas består af ni områder, der tilsammen omfatter de vigtige elementer i en forretningsmodel. Først fastlægges kundesegmenterne, som identificerer de målgrupper, som virksomheden henvender sig til. Derefter forklares kundeværdien. Det vil sige den værdi som virksomheden kan tilbyde deres kunder, og hvordan de differentiere sig fra konkurrenterne med deres produkter. Kanalerne viser, hvordan virksomheden kommunikerer med sine kunder, mens kunderelationer beskriver, hvordan virksomheden opbygger og vedligeholder forholdet til kunderne. Indtægtsstrømmene viser, hvordan virksomheden genererer indtjening på baggrund af sine produkter eller services.

De resterende elementer omhandler virksomhedens interne forretning og dens samarbejdspartnere. Aktiviteterne dækker over de vigtige aktiviteter, som virksomheden foretager sig, for at kunne levere deres kundeværdi. Ressourcerne omfatter de aktiver som der kræves, for at kunne drive aktiviteterne og derved skabe værdi for kunderne, det er ting som medarbejdere, teknologi og kapital. Partnere er de eksterne samarbejdspartnere, som er med til at styrke forretningen, og kan hjælpe på udviklingen. Omkostningerne er de væsentlige udgifter, som er forbundet med at drive hele forretningsmodellen.

I praktisk sammenhæng anvendes Business model canvas for at skabe et overblik over forretningen, og hjælper med at finde punkter til videreudvikling af forretningen. Det gør den ved at give et klart overblik over hele virksomheden og alle dets forskellige områder. Modellen er ligeledes med til at give et klart indblik i virksomhedens eksterne og interne forretningsområder, som gør det nemmere at tilpasse forretningen til en udvikling i markedet. Metoden er dog begrænset, da den kun giver et øjebliksbillede af forretningen, og ikke inkludere nogle økonomiske nøgletal eller muligheder for udviklingsforløb. (Stadsrevisionen, 2024)

Porters five forces

Porters five forces er en analysemode, som er med til at vurdere konkurrencesituationen i det marked, som en virksomhed befinder sig i. Det gør den ved at se på fem eksterne faktorer, som alle har en indflydelse på forretningen. Den første kraft er truslen fra nye udbydere, som handler om, hvor let eller svært det er, for nye virksomheder at gøre indtrængen på markedet. Hvis adgangsbarrierne er lave, og nye konkurrenter let kan etablere sig, øges konkurrencen, hvilket kan presse priserne og reducere indtjeningen.

Den anden kraft er truslen for substitution, som dækker over risikoen for at kunder vælger alternative løsninger eller andre produkter, i stedet for virksomhedens produkt. Jo flere substitutionsmuligheder der findes, jo højere pres på virksomheden.

Den tredje kraft er kunders forhandlingsstyrke, som beskriver hvor stor indflydelse kunderne har på priser, kvalitet og betingelser. Hvis kunderne har for mange alternativer til dit produkt, eller køber ind i store mængder, kan de stille krav til virksomheden, som kan være med til at presse prisen.

Den fjerde kraft er leverandørernes forhandlingsstyrke, som omhandler leverandørernes magt i forhold til priser, kvalitet og levering. Hvis der kun findes få leverandører, eller deres produkt er unikt, har de en høj forhandlingsstyrke. Det kan forhøje virksomhedens omkostninger, da leverandørernes produkter ofte er forretningskritiske.

Den femte kraft er konkurrencen blandt de eksisterende udbydere på markedet. Den er med til at beskrive graden af rivalisering blandt virksomhederne i branchen. Høj konkurrence kan medføre priskrig, øgede omkostninger til markedsføring og tab af omsætning.

Porters five forces anvendes til at analysere de eksterne faktorer som påvirker en virksomhed. Modellen giver et struktureret og systematisk overblik over faktorerne og hjælper med at identificere trusler og muligheder i markedet. Den er dog begrænset, da den kun fokuserer på de eksterne faktorer, og ikke tager højde for interne faktorer som innovation, branding eller virksomhedens ressourcer. (Rasmussen et al., 2024)

PESTEL

PESTEL-modellen bliver brugt til at analysere og vurdere de eksterne makrofaktorer, som påvirker en virksomhed. Metoden hjælper til at identificere muligheder og trusler i

virksomhedens omverden og bruges til at styrke en virksomheds strategiske beslutningsproces. PESTEL er en forkortelse af politiske, økonomiske, kulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold.

Den første faktor, politiske forhold, handler om regeringen og myndighedernes indflydelse på forretningen. Det kan være ting som skattepolitik, handelsaftaler eller arbejdsmarkedspolitik, som kan have en indflydelse på virksomhedens drift og det marked de befinder sig i.

Den anden faktor, økonomiske forhold, dækker den generelle økonomiske situation i verden og markedet. Det er ting som inflation, renteniveauet, arbejdsløshed og konjunkturudsvingninger. Disse forhold påvirker virksomhedens omkostninger og kundernes købekraft.

Den tredje faktor, er de kulturelle forhold. Det omhandler befolkningens holdninger, livsstil, personlige værdier og demografisk udvikling. Ændringer i adfærden eller samfundets normer, kan have en stor indvirkning på virksomhedens produkter og services.

Den fjerde faktor, er de teknologiske forhold, som omhandler ting som f.eks. udviklingen af ny teknologi, automatisering, digitalisering og innovation. Teknologiske fremskridt kan ses som både forretningsmuligheder og udfordringer, dog afhængigt af virksomhedens evne til at tilpasse sig.

Den femte faktor, miljømæssige forhold, forholder sig til klima- og bæredygtighedsmæssige aspekter, som i stigende grad påvirker virksomheder. Det kan være miljølovgivninger, CO₂-aftryk, ressourceforbrug eller samfunds forventninger til grøn omstilling.

Den sjette og sidste faktor er de lovmæssige forhold. Det dækker over regler, love og reguleringer, som virksomheden bliver pålagt at overholde. Det kan være arbejdsmiljølovgivning, produktstandarder eller datalovgivning.

Overordnet set hjælper PESTEL med at skabe et overblik over de eksterne forhold, som virksomheden ikke selv kan kontrollere, men stadig er nødt til at tilpasse sig til. Det er dog kun et øjebliksbillede, og det kan hurtigt ændre sig og så er man nødt til at tilpasse sin model herefter. (Trine Roslev & Dinero, 2024)

DCF

Discounted Cash Flow er en indkomstbaseret værdiansættelsesmetode, hvor værdien af en virksomhed bestemmes som nutidsværdien af de fremtidige frie pengestrømme, diskonteret med et afkastkrav, som oftest er WACC. Den er godt at bruge, da den tager udgangspunkt i indtjeningsevnen og risikoprofilen på den specifikke virksomhed, i stedet for at man bare bruger et markedsmultiplum.

I DCF-metoden startes der med at fastlægges en budgetperiode og en terminalperiode. Der udarbejdes derefter et budget over perioden, hvor indtjening, investering og finansiering estimeres. Derefter fastlægges nogle rammer for terminalperioden.

Derefter fastlægges afkastningskravet. Der regnes en WACC, baseret på risikofri rente, markedsrisikopræmien, beta og omkostningen af fremmede kapital. Derefter beregnes nutidsværdien af budgetperiodens cash flow. De frie pengestrømme tilbagediskonteres til nutidsværdi ved hjælp af WACC, så man kan se hvad fremtidens værdi er værd i dag. Til slut beregnes terminalværdien. Den repræsenterer nutidsværdien af alle pengestrømme efter de budgetteret år. Den værdi tilbagediskonteres til nutidsværdi med WACC, og bliver lagt til nutidsværdien af budgetperiodens pengestrøm.

Resultatet af en DCF-model er virksomhedens samlede værdi, som afspejler værdien af dets operationelle aktiver. For at komme frem til egenkapitalens værdi korrigeres der for rentebærende gæld-likvider og ikke driftsmæssige aktiver. Derfra kan egenkapitalværdien bruges til at fastsætte en pris pr aktie.

Denne metode er dog meget følsom overfor de forudsætninger der ligger ind i budgetterne. Det betyder også at små ændringer i parametrene kan føre til forskelligt resultat. Metoden kan dog blive slået ud af for høj vækst, uden tilsvarende høje investeringer. Hvis det var tilfældet, ville der blive urealistisk høje pengestrømme. (Mette Johansen, 2024)(Skat.dk, 2025)

Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen udarbejdes for at illustrere hvordan vores teoretiske aktiekurs kan ændre sig ved variationer i de mest centrale forudsætninger i DCF-modellen. Analysen tester robustheden af resultatet over for den usikkerhed der kan være i de centrale forudsætninger og bidrager til at vurdere om konklusionen afhænger af en specifik antagelse.

Vi vælger at kigge på 3 centrale parameter:

- WACC varieres i intervallet 6,8% til 8,8%, da afkastkravet er særligt følsomt over for ændringer i den risikofrie rente, beta og kreditpræmie.
- Terminalvækst varieres med et interval på 1,5% til 2% da langsigtede vækst er usikkert og påvirker terminalværdien en del
- Salgsvæksten testes med et interval på 5% til 9% da kortsigtede væksten er meget afhængig af makroøkonomiske tiltag og kommende projekter.

Analysen udføres ved at beregne aktieværdien ud fra de overstående forudsætninger og derfor ser vi på udviklingen af aktiekursen alt efter hvilke forudsætninger der er på den enkelte.

Multipelanalyse

Samme som Følsomhedsanalysen laves multipelanalysen som supplerende til DCF-modellen. Denne analyse henter et markedsbaseret perspektiv på Netcompanys relative værdi i forhold til sammenlignelige Peers. Formålet er at vurdere om markedet prisfastsætter Netcompany med en vækst- eller kvalitetspræmie i forhold til Peers dermed krydstjekker DCF resultatet. Denne analyser tager udgangspunkt i standardiserede nøgletal, der sammenligner markedsværdi med indtjenings og driftsrelaterede størrelser.

De udvalgte Peers består af 4 børsnoteret IT-konsulent og digitaliseringsselskaber med tilsvarende forretningsmodel heraf Colombus A/S, NNIT, Accenture og Capgemini. Udvalget repræsenterer både nordiske aktører og globale aktører. NNITs P/E ekskluderes fra analysen på grund af et næsten negativt resultat i 2024.

De udvalgte multipler er:

- P/E aktiekurs divideret med resultat pr. Aktie beregnet som gennemsnitlig antal udestående aktier fra årsrapporten. Den måler markedsvilje til at betale for 1 kr.
Bundlinje
- EV/EBIT er markedsværdi + nettorentebærende gæld divideret med EBIT.
- EV/EBITDA er det samme som EV/EBIT plot hvor vi tager udgangspunkt i EBITDA
- EV også kaldet Enterprise value beregnet som (aktiekurs*antal udestående aktier) + nettorentebærende gæld

Resultaterne præsenteres i tabelform med multipler for alle selskaber.

Regnskab- og nøgletalsanalyse

En regnskab- og nøgletalsanalyse starter med en afgrænsning af området som undersøges i forhold til hvor mange år man kigger tilbage. Den typiske afgrænsning er 3-5 år. Der foretages dernæst en gennemgang af årsrapporterne for de valgte år. Derefter omstrukturerer man resultatopgørelsen, til enten en funktions- eller artsopdelt form, hvor man har fokus på mellemresultater som bruttofortjeneste, dækningsbidrag og resultat af primær drift. Dette er med til at gøre det lettere at identificere hvor værdien skabes eller forsvinder. Balancen bliver opdelt i driftsmæssige og finansielle poster, for at kunne skelne mellem aktiver og forpligtelser der relaterer sig til kerneforretningen, og mere finansielle og ikke-driftsmæssige aktiver.

Nøgletalsanalysen omfatter beregning og fortolkning af økonomiske nøgletal, som giver information om et specifikt område af en virksomheds økonomi. Det er på rentabilitet, likviditet og omsætningshastigheder og kapitalstruktur og robusthed.

Når nøgletallene er beregnet, så kan man kigge på dem i forhold til hinanden og i forhold til de tidligere år. Nøgletal skal ikke ses i enkelthed, men i sammenhold til hinanden. Disse nøgletal kan derefter bruges til at give et indblik i hvordan virksomheden klarer sig, og hvor der er plads til forbedringer. (Erhvervshus Hovedstaden)

Managerial balance sheet

Udgangspunktet for et managerial balance sheet er udregning af yderligere finansielle nøgletal. Den klassiske balance i årsrapporten er ikke optimal til analyse, da de er opstillet efter regnskabsregler, og ikke til analytiske behov. Metoden omdanner derfor balancen med henblik på videre analyse, ved at adskille driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Aktiver og forpligtelser grupperes efter deres funktion frem for regnskabsklassifikation.

Hovedelementet i metoden og om klassificeringen af balancens poster i driftsmæssige og finansielle aktiver og forpligtelser. Driftsaktiverne omfatter de immaterielle og materielle aktiver, varelagt samt driftsrelaterede tilgodehavender. De finansielle aktiver omfatter likvider og værdipapirer, som ikke er en del af selve driften. Leverandørgæld, skyldig løn og andre kortfristede forpligtelser ses som driftsrelaterede forpligtelser. Rentebærende gæld og øvrige finansielle forpligtelser ses som finansiering.

Når balancen er omstruktureret, skal man finde invested capital og capital employed. Invested capital findes ved at lægge likvider, anlægsaktiver og WCR sammen. Capital employed findes ved at lægge kortfristet rentebærende gæld, langfristet rentebærende gæld og egenkapitalen sammen. Dette managerial balance sheet kan derefter bruges til at beregne en række profabilitetsnøgletal.

Data og praktisk fremgangsmåde

Analyserne baseres primært på offentligt tilgængelige regnskabs og markedsdata for Netcompany og de udvalgte Peers. Som grundlag for regnskabsanalysen er der brugt årsrapporter for 2021, 2022, 2023 og 2024. Udover det er det blevet suppleret med information om udvikling i driften, aktiekurser, Beta, markedsværdier og enkelte nøgletal henter fra anerkendte finansielle databaser og aktiesider, som anvendt gennem opgaven. Der er både blevet benyttet afhængige og uafhængige analyser af virksomheden for at kunne stille det mest mulige korrekte billede af virksomheden

Markedsanalyse

Efter gennemgangen af de metoder som bruges i analysen, kan der tages udgangspunkt i den virkelige situation, som Netcompany befinder sig i på markedet. Ved hjælp af disse modeller og værktøjer, kan virksomhedens position på markedet findes, samt interne og eksterne påvirkende faktorer.

Business model canvas

Kundesegment

Netcompanys kundesegmenter er overvejende større private virksomheder, og det offentlige.

Netcompanys forretning bygger primært på kunders behov for strategisk og forretningskritiske It-løsninger. På den offentlige side er det myndigheder, regioner og kommuner, der ønsker hjælp med digitalisering, drift og vedligeholdelse af nye systemer, som vil have en stor betydning for borger og andre offentlige ydelser.

På den private side, er det store virksomheder der har omfattende krav til digitalisering af deres forretning, samt integration og drift af disse systemer. (BLS Invest, 2025)

Kundeværdi

Netcompanys kundeværdi bygger på evnen til at levere kompliceret og komplette IT-løsninger til offentlige instanser og større private virksomheder. De dækker hele værdikæden fra rådgivning, udvikling, implementering, drift og vedligeholdelse. Netcompany fremhæver selv de levere "next-generation IT services", det vil sige de levere nytænkning og innovative IT-løsninger, som ikke eksisterer for nuværende. De arbejder ligeledes efter princippet "on time, on budget", det vil sige de levere deres løsninger indenfor den satte tidsramme, og indenfor det opsatte budget. Disse to læresætninger har været med til at give dem en stærk position i den offentlige sektor.

Netcompanys løsninger bidrager direkte til digitaliseringen af samfundsforbedrende funktioner såsom NemRefusion, Smittestop-appen, Digital Post og MitID. Netcompany har ligeledes fokus på agil projektledelse, hvilket kan garantere en høj leverancesikkerhed (BLS Invest, 2025)

Netcompany skaber også værdi for store private kunder som f.eks. bank, energi og forsikring. De har blandt andet udviklet selvbetjeningsportaler for energiselskaber og systemer til banker og andre finansielle virksomheder. Netcompanys værdi for kunden ligger i kvaliteten af de tekniske løsninger og evnen til at forstå kundens behov, og udvikle et IT-system som opfylder disse.

Kanaler

Netcompany benytter sig af flere forskellige kanaler til at nå sine kunder. Salget foregår salget primært gennem direkte kontakt og account management. I den offentlige sektor sker det hovedsageligt via udbud og rammeaftaler, hvor Netcompany har en dokumenteret succesrate. I den private sektor bruger Netcompany relations salg, brancheevents og partnerskaber til at skabe nye salg og få nye kunder. Netcompanys hjemmeside og referenceprojekter fungerer desuden også som en af de primære kanaler. Der findes information om virksomheden og dets tidligere projekter. På internationalt plan opererer hvert kontor for sig selv, men med reference tilbage til hovedselskabet. Der er kontorer i blandt andet London, Oslo og Athen. Hvert kontor fungerer som egen selvstændig enhed, med ansvar for selv at sælge og levere produktet til kunderne. (Netcompany, 2018, p. 31)

Kunderelation

Netcompanys kunderelationer er kendetegnet ved at være langsigtet, tillidsbaseret og samarbejdsbetynet. Mange kunder indgår flerårige kontrakter, hvor Netcompany udvikler en løsning, og derefter driver den over en årrække (Netcompany, 2018, p. 34). Det betyder kunderne får sig en stabil og forudsigelig samarbejdspartner, mens Netcompany opnår gentagne indtægter og mulighed for løbende optimering af kundens produkt. Projekterne bliver gennemført i tæt samarbejde med kundens egne medarbejdere, gerne i fælles teams, hvilket skaber en høj grad af integration af projektet og en fælles forståelse for hvordan det færdige resultat bliver. Et eksempel på en god kunderelation Netcompany har, er den danske stat, hvor Netcompany har udviklet mange forskellige løsninger til dem, på tværs af diverse styrelser og ministerier.

Indtægter

Netcompanys indtægter stammer primære for deres projektbaseret kontrakter, hvor de udvikler og implementere nye systemer for deres kunder. Derudover har de også en stabil, tilbagevendende indtægt i form af service aftaler, drift og support, af deres afsluttede projekter. (Netcompany, 2018). Denne kombination af indtægt, hvor de en gang imellem får en stor indbetaling, samtidigt med konstant at få mindre indbetalinger, gør det til en økonomisk robust virksomhed. De sælger desuden konsulentytelser og teknisk rådgivning, som udgør en del af deres forretning.

Netcompanys udvidelse til Europa har tilføjet nye indtægtskilder. De har mulighed for at tage imod projekter fra andre lande end Danmark, samtidigt med de laver projekter med EU-instanser.

Aktiviteter

Netcompanys primære aktiviteter er end-to-end IT-løsninger og brugerdefineret programmer og systemer. Det betyder de tager ansvar for hele processen fra start til slut. Der er forskellige aktiviteter, afhængigt af hvor langt i processen projektet er. Hvis det stadig er under udvikling, består aktiviteterne af analyse af problemet, løsningsforslag, design, udvikling, implementering, drift og support. De vigtigste aktiviteter indenfor denne proces er softwareudvikling, systemintegration, rådgivning, test og kvalitetssikring. Efter systemet er

udviklet, er det primært vedligeholdelse, drift og support, som er de primære aktiviteter i projektet. Størstedelen af Netcompanys aktiviteter er projektbaseret og afhængigt af hvor mange projekter de har i gang, og hvor langt hvert projekt er.

Der er dog også noget internt aktivitet, som er med til at forbedre Netcompany som virksomhed. Netcompany forbedrer løbende deres metoder og interne løsninger, de beskriver det som "Deliverable-Driven Methodology". Et eksempel på det, vil være deres interne Netcompany Accelerator, som standardiserer projektledelse og sikrer genbrug af kode og moduler, på tværs af projekter. Denne tilgang til opgaver og nye projekter, gør det muligt at have noget grundkode, som der efterfølgende kan bygges ovenpå. Det er derfor muligt at levere produkter hurtigere og med færre fejl. Dette er med til at øge rentabiliteten for netcompany. (Panorama Invest, 2024)

Ressourcer

En af Netcompanys største ressourcer er dets medarbejdere. Det er dem som besidder den tekniske ekspertise og tilegner sig forståelse for kundernes problemstillinger og situationer, så de derfor kan designe den bedst skræddersyet løsning, til den individuelle kunde. (s. 36-38). Netcompany investere en stor mængde tid og penge på intern og ekstern træning, onboarding og vidensdeling mellem medarbejdere. Alt dette gøres med deres eget interne uddannelsesprogram. Derudover gør Netcompany brug af interne værktøjer og udviklingsplatforme. Der er opbygget flere genanvendelige softwaremoduler, som kan bruges som grundsten til en kundes projekt. Ved brug af disse moduler, kan Netcompany hurtigere og billigere skabe en kundetilpasset løsning. En anden stor ressource som Netcompany har, er dets brand og den meget omfattende portefølje af både nationale og internationale projekter. Dette er med til at styrke deres position i fremtidige udbud fra offentlige instanser og private virksomheder.

Partnere

Netcompany har nogle få store nøglepartnere, som udgør en vigtig del af deres forretning. Det er andre teknologileverandører som Microsoft, Amazon Web Service og Oracle. De er alle tre leverandører af infrastruktur og cloudløsning. Disse er essentielle til server hosting og interne programmer anvendt af Netcompany, uden disse ville de ikke kunne levere de komplekse IT-løsninger, som de gør.

Netcompany indgår samtidig partnerskaber gennem opkøb. Et centralt opkøb i nyere tid, er købet af Intrasoft International, som skete i 2021. Dette køb øgede deres markedsadgang til EU-institutioner, Mellemøsten og Balkan, samt styrkede deres internationale tilstedeværelse. Opkøbet bragte nye kompetencer indenfor regtech, fintech og større EU-projekter. De har siden opkøbet stået i spidsen for en fælles EU digital identitet, som fungerer som en international form for MitID for EU-borgere. Der er også lavet andre projekter for EU-kommissionen. Der er ligeledes blevet lavet projekter til Storbritanniens forsvarsministerium og National Highways, som er Englands svar på DSB. (Netcompany A/S, 2025).

Netcompany arbejder ligeledes sammen med DTU og IT-universitet i København for at udvikle den kommende talentmasse og rekruttere nye dygtige medarbejdere til deres massive IT-styrke. Dette hjælper med at sørge for de får de bedste og dygtigste programmører og designere.

Omkostninger

Omkostningsstrukturen i Netcompany afspejler, at de er meget medarbejderdrevet. Den største omkostning de har, er deres medarbejdere. Det inkluderer lønninger, træning, udvikling og rekruttering. Der er derudover også en løbende omkostning ved konstant at videreudvikle deres interne forretningsgange, metoder og teknologisk infrastruktur. Omkostninger til salg og markedsføring, især i forbindelse med udbud fra offentlige instanser, er betydelige, men nødvendige for at fastholde vækst i et marked, hvor der er mange andre konkurrenter. Der er også en omkostning forbundet med oprettelse af nye partnerskaber. Det er alt lige fra integration af systemer, oplæring af medarbejdere eller etablering af nye kontorlokaler. Det er dog forventeligt at disse investeringer bliver tjent hjem langsigtet.

Porters five forces

Rivalisering i branchen

Rivalisering i software – og IT-konsulentbranchen, hvor Netcompany operer er intens. Det skyldes en kombination af et stort antal konkurrerende leverandører, varierende markedsvækst mellem det offentlige segment og det private segment, samt en differentieringsfaktor baseret på historik og leverancesikkerhed. I det offentlige udbud er Netcompany i særlig høj konkurrence, både herhjemme og i Europa. Der er flere store internationale konkurrenter som

f.eks. Accenture, CGI og TCS, der også byder ind på IT-løsninger i udlandet. Der er også nationale og nordiske virksomheder som NNIT og KMD, som byder ind på opgaver fra den danske stat og private virksomheder. Netcompany skiller sig dog ud, da de allerede har en historie med samfundsvigtige offentlige løsninger, som f.eks. MitID, NemRefusion og Digital Post, som de har leveret til tiden og indenfor budgettet. Dette giver Netcompany et forspring, når det kommer til udbud fra det offentlige. (Netcompany, 2018, pp. 31–34)

Markedsvæksten er heterogen indenfor digitalisering og cloudområdet, men med forskellige vækstrater fra land til land og i forhold til den private og offentlige sektor. Væksten gør der er mange forskellige leverandører, som gerne vil ind på markedet og være den fortrukne leverandør.

Der er ikke så store indgangsbarrierer i branchen, og nye virksomheder kan relativt let etablere sig teknisk. Dog ville nystartet virksomheder oftest blive fravalgt af større virksomheder, grundet manglende kapacitet til at levere varen, indenfor en relativ tidsfrist. De har heller ikke samme mulighed for at byde på offentlige udbudte opgaver, som kræver sikkerhedsgodkendelser, dokumenteret erfaring og økonomisk soliditet. Disse forhold beskytter Netcompany mod mindre virksomheder der prøver at etablere sig på markedet. (Netcompany, 2018, pp. 41–42)

Netcompany har ligeledes en fordel i deres modul-opbygning, som gør de kan tage en lavere pris og garantere hurtigere levering, end virksomheder der skal bygge en hel løsning fra bunden. Den medhjælper samtidigt til at risikoen for fejl bliver reduceret, og risikoen for forsinkelser ligeledes reduceres. En kombination af disse ting, samt Netcompanys gode omdømme gør sætter dem foran mange andre konkurrerende virksomheder, når det kommer til levering af IT-løsninger.

Kunders forhandlingsmagt

Kundernes forhandlingsmagt varierer mellem den offentlige og private sektor, men generelt har kunderne en vis styrke, da mange større projekter tildeles gennem udbud, hvor faktorer som pris, leveringstid og dokumenteret erfaring vægtes tungt.

Der er generelt en høj koncentration af kunder, både i Danmark og Europa. I Danmark er det dog primært den offentlige sektor, som udgør størstedelen af omsætningen for Netcompany. Det er dog også ofte med flerårige og komplekse aftaler, som sikrer omsætning i en længere

årrække. I udlandet er det dog oftest enkelt kunder, hvor de laver et projekt færdig og derefter afslutter kundeforholdet.

Lønsomheden og loyaliteten er højere i de segmenter, hvor Netcompany leverer langsigtet drift og vedligeholdelsesaftaler. De udgør samtidigt en stabil tilbagevendende indkomstkilde. Disse kontrakter gør kunden afhængig af Netcompany, og mindsker derfor deres forhandlingsmagt.

Der er også forskel i kundernes størrelse og derfor også deres forhandlingsmagt. De større kunder har en større magt, da deres projekter er mere komplekse og kræver mere af Netcompany. De mindre kunder har en lavere forhandlingsmagt, da de ikke har mulighed for at stille samme krav og betale samme beløb, som nogle af de store.

Alt i alt har kunderne en moderat forhandlingsmagt, men når de først har indgået en længerevarende aftale med Netcompany, så bliver deres forhandlingsmagt mindsket.

Leverandørernes forhandlingsmagt

Netcompany er afhængig af en række leverandører. Primært leverandører af teknologi og IT-infrastruktur. Der findes mange leverandører på markedet, men det er dog domineret af få større leverandører, som Microsoft, Amazon og Oracle. Disse leverandører har derfor en betydelig forhandlingsstyrke på priser og licenser. (Panorama Invest, 2024)

Der findes muligheder for substitution på markedet, men det indebærer omkostninger. Selvom Netcompany rent teknisk godt kunne flytte leverandør, så er migrering fra det ene system til det andet, en dyr og tidskrævende proces. Disse faktorer giver leverandørerne en endnu større forhandlingsmagt.

Størrelsen på Netcompanys primære leverandører er også markant større end selve Netcompany. Dog er Netcompanys samlede volumen og partnerskabsstrategi med til at give en modvægt, og formindske deres forhandlingsmagt.

Der er stor forskel på de enkelte leverandører, især når det kommer til software og sikker. Der er kun få leverandører som tilbyder de nødvendige certificeringer og mulighed for skalerbarhed. Netcompany har samtidigt udviklet deres modulløsning, som reducerer deres afhængighed af enkelte teknologier. Dette mindsker deres sårbarhed overfor enkeltleverandører.

Overordnet set er leverandørernes forhandlingsmagt høj, men Netcompany kan med deres størrelse og stabilitet, udfordre den på nogle punkter.

Truslen fra nye konkurrenter

IT-branchen har lave adgangskrav. Det kræver ikke en særlig høj kapital, for at kunne starte en IT-virksomhed. Der er dog større adgangskrav, hvis man vil lave projekter som Netcompany. Det kræver de korrekte certificeringer, sikkerhed og leveringskapacitet.

Der er ligeledes stordriftsfordele i branchen. Netcompany opnår en langt større effektivitet gennem deres modulløsninger, høje faglighed og store antal personale.

Hvis man som Netcompany, vil have adgang til offentlige udbud. Så kræver det at man kan dokumentere tidligere projekter af tilsvarende kompleksitet og omfang, det er de færreste nyopstartede IT-virksomheder, der kan det. Netcompany har en stærk historik med at udvikle for det offentlige, både i Danmark og i resten af Europa. Dette giver Netcompany en betydelig fordel, når det kommer til udbud fra det offentlige.

Der er ligeledes en masse lovgivningsmæssige krav som skal opfyldes for at drive en IT-virksomhed. Det kræver man har styr på datasikkerhed, GDPR og sin IT-infrastruktur. Dette er en stor barriere for nyopstartede virksomheder, da det er tidskrævende og dyrt.

Den samlede trussel fra nye konkurrenter er til stedet, da det er relativt nemt at starte en mindre IT-virksomhed. Der er dog ingen umiddelbar trussel mod deres offentlige kunder og deres andre store kunder. (Netcompany, 2025b)

Truslen for substitution

Substitution refererer til risikoen for at kunder vælger andre alternative løsninger, end Netcompany. Netcompany laver primært specialudviklet projekter, baseret på kundens behov. Risikoen for substitution er derfor lav. Kundernes ønsker og behov, kan oftest ikke findes i standard løsninger, som allerede findes på markedet.

Når først en kunde har fået implementeret en løsning fra Netcompany, og indgået en aftale omkring drift og vedligeholdelse, er afhængigheden høj. Der er store omkostninger og drift risici ved at skifte leverandør, når først løsningen er implementeret. Derfor er der lav risiko for substitution. (Netcompany, 2018, p. 34)

Samlet set er substitutionstruslen lav. Kunderne har i teorien muligheden for at vælge en standardiseret eller billigere leverandør, men i praksis bliver de begrænset af deres egne behov for noget skræddersyet.

Overordnet set viser analysen at Netcompany befinder sig i en branche præget af høj konkurrence og teknologisk kompleksitet, men samtidigt med høje adgangskrav. Der er dog en lav trussel for substitution, da Netcompany leverer et unikt produkt, som ikke findes som en standard løsning. Både kunderne og leverandørernes forhandlingsmagt er balanceret af Netcompanys stærke position på det danske og europæiske marked. Netcompanys gode og langvarige relationer differentierer dem fra nogle af de andre store konkurrenter på markedet.

PESTEL

Politik

Netcompanys politiske ramme er i høj grad karakteriseret af et større offentligt fokus på digitalisering. Dette skaber stort efterspørgsel og sætter dagsordenen for leverandørernes adfærd på markedet. Den fællesoffentlige digitaliseringsstrategi fra 2022-2025 fastlægger at digitalisering skal være et middel til at løse centrale og kritiske samfundsproblemer. Herunder manglen på arbejdskraft og grøn omstilling. Der bliver samtidigt lagt vægt på genbrug af data, fælles teknisk infrastruktur og tillidsskabende løsninger. Dette giver Netcompany en fordel. Da de gennem flere år har lavet projekter for det offentlige, samt vedligeholdelsesaftaler. Det sætter også nogle krav til eventuelle nye konkurrenter på markedet. Da det er høj fokus på ansvarlig anvendelse af data, tekniske evner og en høj sikkerhed. (Digitaliseringsstyrelsen, 2022, pp. 4–8)

Der bliver ligeledes reguleret i udbudsprocesserne både i Danmark og EU, hvilket påvirker både markedsadgang og konkurrenceniveauet. Hertil ser man et øget fokus på krav til dokumentation, lige behandling og muligheder for at klage, som er med til at øge kompleksiteten i selve udbudsfasen. Dette sætter nogle krav til leverandørerne til det offentlige, omkring en stor salgsstyrke, som kan hjælpe med at have fuldstændig styr på reglerne og lave det nødvendige compliance. For Netcompany betyder dette, at virksomhedens historik med offentlige projekter, giver dem en konkurrencemæssig fordel. Det stiller dog også nogle krav til Netcompany, som er nødt til at investere løbende i

medarbejdere og deres kompetencer, så de kan følge med i reglerne for udbud af offentlige projekter, de juridiske processer og de dokumenterede referencer.

På EU-niveau øges det politiske fokus på cybersikkerhed og datastyring. Det hæver forventningerne til leverandørernes tekniske kunden og de organisatoriske beredskaber. NIS2 indeholder strengere krav til risikostyring og rapportering, hvilket påvirker de leverandører der hoster og driver kritiske løsninger. Netcompany er derfor nødt til at tilpasse sig disse nye krav, så de kan efterleve nye eller allerede indførte EU-krav.(EU kommissionen, 2025)

Økonomisk

Netcompanys markedsforhold påvirkes meget af makroøkonomiske konjunktursvingninger, inflation og lønpres. Perioder med lavkonjunktur vil også påvirke Netcompany, ved at deres kunder typisk vil udskyde større projekter og implementering af nye systemer, specielt i den private sektor. De offentlige digitaliseringsprojekter kan dog udligne det i lavkonjunktur, da de ikke på samme måde er påvirket som private virksomheder. Samtidigt medfører inflation og pres på lønninger i IT-branchen pres på driftsmarginer, især for virksomheder med høj anden del af eksternt faktureret konsulentarbejde. Det er derfor nødvendigt for virksomheder at øge produktiviteten eller skifte til en mere tilbagevendende indtægtsstrøm. Netcompanys investor- og årsrapporter viser en strategi, hvor de forsøger at balancere organisk vækst med produktudvidelse, samt et øget fokus på drift af eksisterende produkter og projekter. Det gør de, for at udjævne udsvingene i økonomien. Det er ligeledes med til at Netcompany kan reducere prisfølsomheden i deres produkt.

Social

Danmark har en høj digital modenhed og bred anvendelse af offentlige digitale løsninger. Dette er en kulturel forudsætning for Netcompanys forretningsmodel. Danmark er et af de mest digitaliseret lande i Europa med en høj borgeradoption af nye systemer. Dette er med til at skabe et gunstigt hjemmemarked for Netcompany. (Danmarks statistik, 2025)

Netcompany er samtidigt påvirket af ændringerne der er i arbejdskulturen. Konsulentbranchen er præget af øgede krav til fleksibilitet, ønsker om videreuddannelse og høj ambition for den enkelte medarbejder. For Netcompany, som er afhængig af dygtige og specialiseret medarbejdere, betyder det at branding, interne udviklingsprogrammer og muligheder for meningsfyldt arbejde, betyder meget når de skal ud for at rekruttere nye talenter.

Teknologisk

Teknologiske udviklinger udgør både en mulighed og en trussel for Netcompany. Den nye bølge af AI og automatiseringsværktøjer kan øge produktiviteten af en softwarevirksomhed markant, både i forbindelse med selve udviklingen, test af nye systemer og projekter og med selve driften af systemet. Det kræver dog investeringer fra Netcompanys side, både i medarbejdere og ny teknologi. Integrationen af AI i Netcompany, vil styrke deres leveringstider, samt nedsætte omkostningerne ved at lave projekter yderligere.

Det er ligeledes en trussel for Netcompany. Der er på nuværende tidspunkt ikke så komplekse AI-værktøjer, at de kan genere et helt projekt fra bunden, ud fra en grund projektbeskrivelse. Det er dog bare et spørgsmål om tid. Når den tid kommer, så vil Netcompany med stor sandsynlighed lide tab af kunder, da kunderne i højere grad vil have mulighed for selv at beskrive deres projekter til en AI maskine, og så vil den genere størstedelen af kodebasen til projektet. Så langt er teknologien dog ikke endnu, men det kommer med stor sandsynlighed nok engang i fremtiden. Når det sker, så kommer Netcompany til at få en ny stor konkurrent, som er kundernes interne AI-system. Det er derfor vigtigt de følger med teknisk, og kan fortsætte med at levere store komplekse projekter, som ikke kan laves af et AI system.

Miljømæssig

Selv om miljømæssige faktorer traditionelt set ikke har været en af softwarebranchens primære fokusområder, så vokser betydningen af bæredygtighed i IT-drift stødt. Strategier fra det offentlige og den private sektor er med til at øge fokus på grøn og bæredygtig IT-drift, det vil sige ting som energieffektivitet, optimeret ressourceforbrug og cirkulær IT-anskaffelse i højere grad bliver en del af leverandørernes ESG-rapportering. Den fællesoffentlige digitaliseringsstrategi nævner også specifikt et øget fokus på at digitalisering skal understøtte den grønne omstilling. Netcompanys egne ESG-rapporter understøtter ligeledes mål og rapporteringer omkring CO2-reduktion. Det vil de opnå ved leverandørstyring og ansvarlig sourcing. Det indikerer at Netcompany allerede arbejder med et øget fokus på bæredygtighed og den grønne omstilling. Det bliver ligeledes tænkt, at disse integrationer af miljøhensyn i produkt- og designfasen bliver en konkurrencefaktor i fremtiden, som gør at Netcompany kan skille sig mere ud blandt konkurrenter, ved at være grønne. (Netcompany, 2025c)

Lovgivningsmæssig

Lovgivningsmæssigt er databeskyttelse og informationssikkerhed centrale begrænsende og styrende faktorer. GDPR-reglerne laver de grundlæggende regler og forpligtelser for alle leverandører på markedet, som behandler personfølsomme oplysninger. Der er forpligtelser omkring lovligheden af behandling af data, dataminimering, sikkerhedsforanstaltninger og dokumentation. Disse krav er ofte en stor del af de offentlige kontrakter, da det er vigtigt at det offentlige overholder alle regler inde for lovområdet. Dette stiller store krav til

Netcompany som leverandør, både til selve løsningens opbygning, men også til hvem der er dataansvarlig, og hvem der er dataforbruger. Det er et kompliceret lovmæssigt tungt område, hvor compliance og due diligence vægtes højt og trækker meget tid og mange ressourcer.

Samlet vurdering

Samlet set skaber det politiske og lovgivningsmæssige faktorer et stabilt og langsigtet hjemmemarked for Netcompany, gennem offentlige digitaliseringsprogrammer og løbende regulering. Det er samtidigt med til at øge adgangsbetingelserne og compliance-omkostningerne for leverandørerne. Økonomisk bliver Netcompany presset af det stigende lønpres, samt de bliver udfordret på deres evne til at skabe tilbagevende indkomst, i stedet for projektbaseret, hvilket vil være afgørende for deres økonomiske situation i fremtiden. Socialt har Danmark en høj digital modenhed, som kommer Netcompany til gode. Det skaber god grobund for deres produktportefølje, samt øger afhængigheden af deres produkt for det offentlige. Teknologisk kommer AI til at betyde en masse i fremtiden, både en øget produktion, samt nye forretningsmuligheder. Det kræver dog en investering i medarbejdernes kompetencer, for at de kan anvende de nye værktøjer optimalt. Miljøhensyn er stigende i betydning og vil i stigende grad indgå i offentlige krav og kundevalg; Netcompanys dokumenterede arbejde med ESG kan derfor blive et differentieringspunkt.

PESTEL-faktorer	Hovedpunkter	Effekt på Netcompany
Politik	- Et stort offentligt fokus på digitalisering - Fokus på dataansvarlighed,	- Skaber høj efterspørgsel på Netcompanys løsninger - Giver fordel grundet erfaring med offentlige projekter

	sikkerhed genbrug af data og infrastruktur - Strengere krav til udbudsprocesser- - EU-fokus på cybersikkerhed	- Høje adgangsbarrier for nye konkurrenter - Kræver løbende investering i compliance og interne kompetencer - Øger krav til sikkerhed, rapportering og processer
Økonomisk	- Konjunkturudsving påvirker private kunder - Inflation og lønpres påvirker IT-virksomhederne - Behov for produktivitet og tilbagevendende indtægter - Balancegangen mellem organisk vækst og produktudvidelse	- Offentlige projekter skaber stabil indtægt i konjunkturudsvingninger - Driftsmarginer bliver presset uden effektivisering - Øget fokus på produktivitet og levering
Social	- Høj digital modenhed i Danmark - Høj borgeradoption af digitale løsninger - Ændrede forventninger til arbejdskultur	- Skaber et attraktivt hjemmemarked og høj efterspørgsel - Understøtter Netcompanys projekter til det offentlige - Kræver stærke branding tiltag og investeringer i nyt talent
Teknologisk	- Hurtig udvikling indenfor AI og automatisering - AI kan øge produktiviteten i driften og udviklingen	- Forbedrer effektivitet og reducere udviklingstid - Giver mulighed for nye produkter og services

	- Langsigtet risiko for at blive erstattet af AI - Kræver investering i kompetencer og teknologi	- Risiko for tab af projekter med lav kompleksitet i fremtiden - Forstærker behovet for at fokusere på større og komplekse projekter
Miljø	- Et stigende fokus på bæredygtig IT-drift og grøn omstilling - Krav om energieffektivitet og ressourceoptimering - Offentlige krav til grønne løsninger - Netcompanys egne ESG og CO2 mål	- Bliver et vigtigt konkurrenceparameter i fremtiden - Kan blive et punkt hvor Netcompany kan differentiere sig fra sine konkurrenter - Kræver løbende dokumentering og rapportering - Kan bruges aktivt i branding og markedsføring
Lovgivning	- GDPR stiller høje krav til databeskyttelse og dokumentation - Særligt tungt område i offentlige projekter - Compliance er tids- og ressourcekrævende	- Forhøjer kravene til Netcompanys systemer og processer - Giver en fordel, grundet historik med den offentlige og tidligere erfaring - Hæver adgangsbarrieren for mindre virksomheder

SWOT

Styrker

En af Netcompanys største styrker er deres veldokumenteret historik med levering af store, komplekse og samfundskritiske IT-systemer, herunder MitID, Digital Post og NemRefusion. Disse løsninger er ikke bare teknisk avanceret, men også leveret til tiden og indenfor budget. Disse ting styrker Netcompanys offentlige branding og giver en konkurrencemæssig fordel, især når det kommer til offentlige udbud. Denne verificeret historik fungerer som adgangsbillet til nye projekter, både nationalt og internationalt, som ofte er præget af høj kompleksitet og vigtighed.

Netcompanys modulopbyggede udviklingsmetode er ligeledes med til at give dem en konkurrencemæssig fordel. Det sænker leveringstiden, sænke omkostningerne og minimere chancen for fejl.

En anden af Netcompanys væsentlige styrker er deres medarbejderstab. Deres interne uddannelser og store fokus på onboarding og vidensdeling, er med til at sørge for deres medarbejdere altid har et højt fagligt niveau. De har ligeledes samarbejder med uddannelsesinstitutioner, som giver en konstant tilførsel af nye kræfter, med den nyeste viden på området.

Svagheder

Medarbejdere er både en af Netcompanys styrker, men det kan også være en af dets svagheder. IT-branchen er presset af høje lønomkostninger, stor konkurrence og risiko for jobskifte af nøglemedarbejdere. Da medarbejderne samtidig udgør den største omkostningspost, gør lønpres og rekrutteringsudfordringer virksomheden økonomisk sårbar.

En af Netcompanys andre svagheder er deres koncentrerede kundesegment. Hvor en stor del af denne, historisk set, har bestået af den offentlige sektor i Danmark. Selvom dette er med til at give stabilitet, udgør det også en strategisk risiko, da politiske prioriteringer, budgetter og ændringer i udbudspraksis kan påvirke Netcompanys omsætning. Denne afhængighed kan dog mindskes ved at diversificere sine kunder og kigge på det internationale marked som en mulighed.

Derudover kan Netcompanys projektbaseret indtjeningsmodel blive udfordret i økonomiske lavkonjunktur, hvor de private kunder udskyder store investeringer i nye IT-projekter. Dette kan medføre et tab i Netcompanys omsætning. Det bliver dog udlignet lidt via deres driftsaftaler på tidligere projekter.

Muligheder

En af de største muligheder Netcompany står overfor, er integrationen af kunstig intelligens og automatisering. Det kan give Netcompany en mulighed for at øge produktiviteten og levere mere omkostningseffektive løsninger. Hvis de formår at integrere denne teknologi i deres interne processer, vil det sætte dem foran konkurrenterne, både i pris og hastighed på levering.

En anden af Netcompanys muligheder, er den øget fokus på digitalisering, grøn omstilling og datasikkerhed. Det er ikke længere Danmark som har fokus på dette, men også resten af Europa. De har dog været lidt sløve i optrækket, og er først ved at komme rigtigt med nu. Det er derfor en stor mulighed for Netcompany, med deres historik indenfor samfundsændrende IT-løsninger. Der er derfor mange markeder som de kan gøre indtog på.

Trusler

Den største trussel for Netcompany er konkurrencen på markedet, både nationalt og internationalt. De store internationale konkurrenter er Accenture, CGI og TCS. Der findes ligeledes nordiske konkurrenter som NNIT og KMD. Disse virksomheders størrelse og ressourcer, giver dem magt til at underbyde priser, tilbyde flere kompetenceområder og konkurrere på store offentlige udbud.

En af de andre trusler for Netcompany, er udviklingen i teknologi, især når det kommer til AI. Kunstig intelligens bliver hurtigt bedre og bedre. I fremtiden kan det være muligt, at AI bliver i stand til at automatisere en stor del af udviklingsprocessen. Hvilket gør at kunder i højere grad er i stand til selv at udvikle sine egne løsninger, udelukkende ved hjælp af et AI program. Dette vil skabe et scenarie, hvor Netcompany konkurrerer med deres egne kunder i form af kundens AI-system. Dette stiller krav til omstillingsparathed og investering i teknologier, som kunden ikke selv har adgang til via deres AI-programmer.

Derudover er Netcompany eksponeret overfor lovmæssige trusler, såsom ændringer i lovgivningen om databeskyttelse, sikkerhed og compliance. Ændringer i lovgivningen kan skabe komplekse krav til Netcompany, hvor fejl kan resultere i økonomisk tab, tab af

kontrakter og skade på omdømme. Disse krav kan også øge omkostningerne og højne kravene til medarbejdernes kompetencer.

Endelig udgør økonomiske konjunktursvingninger en trussel for Netcompany, især på deres private kundesegment.

Regnskabsanalyse

(Netcompany to acquire Intrasoft international, 2021) Som udgangspunkt skulle regnskabsanalysen have dækket over en femårig periode, men grundet nogle faktorer vælger vi blot at benytte en 4-årig periode. Blandt andet markerer 2021 et ret tydeligt strategisk skifte for Netcompany. Det går fra en relativ rent national aktør til at udvide deres ambitioner til at være mere en del i offentlig digitalisering på et EU-niveau. På baggrund af dette opkøber Virksomheden, selskabet Intrasoft, som giver dem adgang til flere kompetencer, kunder og markeder. Det er et opkøb der er med til næsten at fordoble deres mængde af medarbejdere fra 3.123 til 6.606 i slutningen af 2021.

Så af sammenligningsmæssige årsager vælger vi Derfor med at lægge fokus i en regnskabsperiode som er 2021-2024.

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i flere relevant nøgletal som vil blive sammenlignet med udvalgte konkurrenter på samme marked. Derudover vil der blive kigget ind i både cashflow og arbejdskapital. Det hele vil blive udregnet på baggrund af en reformulering af resultatopgørelsen og balancen.

På baggrund af nøgletallene vil udviklingen hos Netcompany blive præsenteret. Derudover vil det lægge grund for afhandlingsafsnittet, som omhandler budgettering for Netcompanys fremtid. Denne budgettering vil efterfølgende danne grundlag for DCF-værdiansættelsen af Netcompany

Regnskabsanalysen er baseret ud fra Netcompanys sidste 4 årsrapporter og vil primært tage udgangspunkt i informationer fra disse. (Netcompany Årsrapport, 2024)

Resultatopgørelse og balance

Som nævnt vil regnskabsperioden der bliver kigget på være fra 2021 til 2024. altså en 4-årig periode.

(Netcompany Årsrapport, 2024) Resultatopgørelsen er reformuleret ud fra virksomhedens egen årsrapporter for skabe et nemmere og mere genkendeligt overblik.

Nedenfor her ses resultatopgørelsen som vil danne baggrund for analysen:

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	2021	2022	2023	2024
Omsætning	3.631,97	5.544,65	6.078,40	6.540,60
Produktionsomkostninger	- 2.298,69	- 3.772,17	- 4.375,50	- 4.634,40
Distributionsomkostninger	- 36,72	- 41,01	- 54,70	- 52,90
Administrationsomkostninger	- 503,40	- 763,88	- 935,50	- 943,40
Andre driftsudgifter	- 37,91	- 5,91	- 0,05	- 8,10
afskrivninger	- 51,42	- 134,07	- 134,20	- 116,30
finanseringsomkostninger	23,79	- 83,00	- 145,70	- 161,40
resultat før skat	727,62	756,42	432,75	624,10
Skat	- 153,32	- 153,80	- 128,20	- 156,50
resultat efter skat	574,30	602,62	304,55	467,60

Figur 1 Resultatopgørelse, Netcompany, Bilag 1

(MFN, 2024) Som vi kan se her, har Netcompany haft en fremgang i resultat efter skat fra 2021 til 2022. i 2023 ses der dog en lille nedgang, hvilket primært skyldes højere produktionsomkostninger end tidligere år. Dette skyldes flere ting, men hovedpunkterne er en lavere udnyttelsesgrad, øgede omkostninger i forbindelse med en flytning til nye hovedkontorer, samt en helt ny markedsstrategi som de kalder Go-To-Market. Derudover har der også været højere administrative omkostninger

I 2024 lander de lidt på benene igen, og vi ser igen en fremgang i omsætningen, men slet ikke samme pres på deres omkostninger som i 2023.

Netcompanys balance for regnskabsperioden 2021-2024 er ligesom resultatopgørelsen taget fra virksomhedens egne årsrapporter og omskrevet for overskuelighedsskyld og indsat i en tabel. Begge tabeller vil blive reformuleret senere til analyseformål.

Balance (mio. kr)	2021	2022	2023	2024
Immaterielle aktiver	3.896,20	3.879,86	3.733,10	3.708,70
Materielle aktiver	316,90	332,16	946,90	896,90
Finansielle aktiver	156,16	194,36	301,50	307,90
anlægsaktiver	4.369,26	4.406,38	4.981,50	4.913,50
Tilgodehavender	2.189,99	2.451,48	2.730,20	2.907,90
Likvider	461,90	336,05	448,10	250,90
Omsætningsaktiver	2.651,89	2.787,52	3.178,30	3.158,80
Aktiver i alt	7.021,15	7.193,90	8.159,80	8.072,30
Egenkapital	3.037,92	3.526,87	3.830,00	3.615,40
Lån	2.275,79	1.872,37	1.586,90	1.573,90
Pension og langfristede forpl.	394,93	305,28	849,80	775,40
Langfristede forpligtelser	2.670,72	2.177,65	2.436,70	2.349,30
Lån og leasing	173,14	138,56	263,30	185,20
leverandører & andre payables	774,50	905,78	1.010,90	1.060,20
forudfakturerede indtægter	350,88	433,49	561,30	828,70
skat og afsættelser	13,99	11,55	57,60	33,50
kortfristede forpligtelser	1.312,51	1.489,38	1.893,10	2.107,60
Passiver i alt	7.021,15	7.193,90	8.159,80	8.072,30

Figur 2 Balance Netcompany, Bilag 1

Netcompanys balance viser en moderat vækst i deres samlede aktiver, som især er drevet af deres materielle aktiver i 2023, hvor virksomheden investere i både nye hovedkontorer og infrastruktur. Deres immaterielle aktiver falder svagt, mens deres finansielle vokser en del. Egenkapitalen stiger helt frem til 2024, hvor den falder igen som følge af lavere indtjening.

Deres kortfristede forpligtelser stiger meget, især de forud fakturerede indtægter og deres leverandørgæld, som har skabt et arbejdskapitalpres. De langfristede forpligtelser stiger moderat i perioden. Samlet viser balancen en virksomhed som er i balance med vækst og investering, men som har haft et mindre pres på likviditet og marginer de seneste år.

Udviklingen i både resultatopgørelsen og balancen vil blive gennemgået yderligere senere i opgaven.

Reformuleret resultatopgørelse og balance

Som nævnt tidligere vil vi reformulere resultatopgørelsen og balancen til brug for analyseformål. Nedenfor vil klargørelsen af disse ses.

Resultatopgørelsen skal inddeles med nogle mellemresultater. Heriblandt Groos profit, EBITDA, EBIT, EBT og EAT. Disse mellemresultater benyttes i fremtidige nøgletalsudregninger.

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	2021,00	2022,00	2023,00	2024,00
Omsætning	3631,97	5544,65	6078,40	6540,60
Produktionsomkostninger	-2298,69	-3772,17	-4375,50	-4634,40
Bruttoresultat (gross profit)	1333,28	1772,47	1702,90	1906,20
Distributionsomkostninger	-36,72	-41,01	-54,70	-52,90
Administrationsomkostninger	-503,40	-763,88	-935,50	-943,40
Andre driftsudgifter	-37,91	5,91	-0,05	-8,10
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	755,26	973,49	712,65	901,80
Afskrivninger	-51,42	-134,07	-134,20	-116,30
Resultat før renter (EBIT)	703,83	839,42	578,45	785,50
finanseringsomkostninger	23,79	-83,00	-145,70	-161,40
Resultat før skat (EBT)	727,62	756,42	432,75	624,10
Skat	-153,32	-153,80	-128,20	-156,50
Resultat efter Skat (EAT)	574,30	602,62	304,55	467,60

Figur 3 Resultatopgørelse, Netcompany, Bilag 1

Gross profit er en beskrivelse af bruttoresultatet. Dette er de variable omkostninger fratrasket omsætningen. Hernæst er der EBITDA som er et udtryk for resultat før finansielle poster. Altså resultatet før renter, skat og afskrivninger. Derefter er det EBIT som er det samme plot hvor afskrivningerne også er trukket fra. EBT er resultat før skat, mens EAT er det samlede resultat efter skat.

Herefter skal Balancen selvfølgelig også inddeles så denne er relevant til analyseformål. Her vælger vi at benytte en metode hvor vi omdanner den til et "managerial balance sheet" med denne har man som udgangspunkt kun den rentebærende gæld og egenkapital på passivside. Dette betyder at man derfor medregner kreditorer og ikke rentebærende gæld bliver regnet om til arbejdskapitalen (WCR) Arbejdskapitalen udregnet sådan:

$$(\text{Varedebitorer} + \text{varelager}) - (\text{Varekreditorer} + \text{ikke rentebærende gæld})$$

Vi har ud fra vores balance udregnet WCR til at være som vist herunder:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
WCR	1.064,61	1.112,21	1.158,00	1.019,00

Figur 4 WCR, Netcompany, Bilag 1

En vigtig detalje i arbejdskapitalen er at virksomheden ikke har noget varelager, da det ikke er en produktionsvirksomhed i almindelig forstand, men mere en servicevirksomhed uden nogle fysiske lagere.

Vi kan se på deres arbejdskapital har været faldende de seneste par år hvilket skyldes en del forskellige ting. Men hovedpunkterne er at deres debitorstyring har været forbedret samt er der sket en optimering af deres igangværende kontrakter. Derudover har de som nævnt tidligere ændret deres strategi til et fokus på likviditet og kapitalfrigørelse. Dette afspejler alt sammen at virksomheden har øget driften og formår at finansiere vækst uden unødigt kapitalbinding.

Om deres WCR er god eller dårlig kan vi først vurdere når vi begynder at sammenligne med virksomhedens konkurrenter senere i analysen.

WCR skal vi bruge for at kunne udarbejde et Managerial balance sheet. Som nævnt tidligere omdanner denne vores almindelig balance til at være mere Analysevenlig.

Den er sat op så vi på passivside kun har rentebærende gæld og egenkapitalen. Disse samles under overskriften Capital employed.

På aktivside kan vi se hvad virksomheden har investeret. Dette kalder vi invested capital. Herunder indgår vores WCR fra før sammen med alle virksomhedens hensættelser og likvider.

Nedenfor her ses vores Managerial balance sheet for henholdsvis 2021, 2022, 2023 og 2024, lavet ud fra vores balance fra tidligere:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
Likvider	461,90	336,05	448,10	250,90
WCR	1.064,61	1.112,21	1.158,00	1.019,00
Anlægsaktiver	4.369,26	4.406,38	4.981,50	4.913,50
Invested Capital	5.895,77	5.854,64	6.587,60	6.183,40
Kortfristet rentebærende gæld	187,13	150,11	320,90	218,70
Langfristet rentebærende gæld	2.670,72	2.177,65	2.436,70	2.349,30
Egenkapital	3.037,92	3.526,87	3.830,00	3.615,40
Capital employed	5.895,77	5.854,63	6.587,60	6.183,40

Figur 5 Managerial balance sheet, Netcompany, Bilag 1

Vi kan ud fra tabellen konkludere at virksomhedens Capital employed og invested capital er steget en del fra 2021 til 2023. dette er en ret stor stigning som primært skyldes de tidligere store investeringer der blev lavet i 2023 hvor den stiger fra 5.854 til 6.587. dette bekræfter de store investeringer og den vækst som virksomheden har været igennem de seneste år.

Et lille fald fra 2023 til 2024 skyldes at virksomhedens likvider er blevet mindre, men derimod er deres kortfristet gæld også faldet. Virksomhedens anlægsaktiver har nærmest ikke ændres sig i denne periode.

Vi ser desuden at Netcompanys finansieringssammensætning tyder på at have en billig finansiering, da deres kortfristet gæld er forholdsvist lav i forhold til deres langfristet.

Finansieringen af virksomheden påvirker både deres rentabilitet og likviditet. For virksomheden betyder dette at deres arbejdskapital er finansieret af langfristet gæld primært. Det gør at den ikke belaster likviditeten lige så meget som hvis det var omvendt.

Nøgletal

Nøgletalsanalysen er en vigtig brik i at lære virksomhedens interne situation at kende, men også for at kunne sammenligne med virksomhedens konkurrenter. På den måde kan det danne et billede af hvordan virksomheden i virkelighed klare sig ned på mere specifikke punkter end blot ud fra resultatopgørelsen og balance.

Forarbejdet for analysen er lavet i de tidligere afsnit, hvor vi har lavet et managerial balance sheet og reformuleret resultatopgørelsen. Udvælgelsen af de enkelte nøgletals begrundelse vil blive beskrevet løbende i analysen.

Det første nøgletal vi kigger på, er virksomhedens afkastningsgrad. Som man kan se i tabellen herunder, så har en virksomhedens i 2021 en afkastningsgrad på 10,02% som stiger en smule i 2022 til 11,67% som viser virksomheden har haft et større afkast. Så falder den til 7,09% i 2023 og stiger igen i 2024 til 9,73%. afkastningsgraden viser hvor effektivt virksomheden anvender deres samlede aktiver til at kunne lave et overskud. Den påvirkes både af overskudsgraden og omsætningsgraden som vi vil komme ind på senere.

Den høje afkastningsgrad i 2021 og 2022 skyldes primært at virksomheden havde meget høj aktivitet grundet Covid. Især i den offentlige sektor hvor der behov for at investere tungt i digitalisering. Nedgangen i 2023 afspejles af en faldende vækst på det danske marked, stigende medarbejderomkostninger og en lavere udnyttelsesgrad, da der kom færre nye projekter ind. Men nogle investeringer i at forbedre den interne effektivitet, samt afskedigelser og skarpere marginfokus var med til at hæve afkastningsgraden igen i 2024.(Netcompany Årsrapport, 2024)

Afkastningsgrad	10,02	11,67	7,09	9,73
-----------------	-------	-------	------	------

Figur 6 Afkastningsgrad, Netcompany, Bilag 1

Hvis vi nu kigger på aktivernes omsætningshastighed, så kan man sige at dette nøgletal viser en virksomheds evne til at skabe omsætning i forhold til hvor mange penge de har bundet i deres aktiver.

Hos Netcompany ser vi lille stigning fra 2022 til 2024 hvilket umildbart kan tolkes positivt, Men det ikke alt i dette tilfælde. Virksomheden er blevet bedre til at omsætte deres aktiver til omsætning, og det ses også i de senere nøgletal at virksomheden har lavet nogle gode investeringer i 2023 som har sendt virksomheden den rigtige vej igen. hvorvidt de klarer sig godt i forhold til deres konkurrenter i branchen, vil vi kigge nærmere på senere i analysen under Peers. Da det er svært at forholde sig til hvor stærk virksomhedens omsætningshastighed er uden at kunne sammenligne den med konkurrenterne på markedet.

Aktivernes omsætningshastighed		0,78	0,79	0,81
--------------------------------	--	------	------	------

Figur 7 Aktivernes omsætningshastighed, Netcompany, Bilag 1

Overskudsgraden som ses på tabellen herunder, beskriver hvor stor en del af virksomhedens omsætning der omdannes til overskud. Det er et vigtigt nøgletal at kigge på, fordi vi så kan se på hvor god virksomheden er til at skabe overskud. Nøgletallet beregnes ved at vi holder vores EBIT fra tidligere op mod virksomhedens omsætningen.

Her ser vi meget de samme tendenser som i afkastningsgraden, som naturligvis også er påvirket af overskudsgraden. En nedgang fra 2021 til 2023 fra 19,38% til 9,52% viser en ret væsentlig nedgang for virksomheden rent omsætningsmæssigt. Men igen er dette påvirket af at deres lønomkostninger steg en del grundet en mangel på IT-kompetencer. Derudover var der også en nedgang i større projekter for virksomheden. Men igen ses deres 2024 tiltag at være positive for virksomheden. Her er blandt andet fokus på bedre projektgovernance og dygtigere konsulenter for at mindske kapacitetsspild. Vi ser dog stadig at virksomheden i 2024 er langt fra det niveau de lagde på i 2021.

Overskudsgrad	19,38	15,14	9,52	12,01
---------------	-------	-------	------	-------

Figur 8 Overskudsgrad Netcompany, Bilag 1

Hernæst kigger vi på egenkapitalens forrentning også kaldet ROE. Denne giver et billede af hvor godt virksomheden belønner deres ejere for deres investeret kapital. Den er direkte påvirket af virksomhedens indtjeningsstørrelse, soliditet og afkastningsgrad.

Det ses meget tydeligt at den lave indtjening i 2023 rammer virksomheden hårdt på egenkapitalens forrentning. Virksomheden har dog en ret høj soliditet, dette sætter en dæmper på deres ROE da en høj egenkapital sammen med en lav indtjening giver dem en lav forrentning. Dog er der gode tegn i 2024 grundet den forbedring der har været i driften.

Egenkapitalens forrentning	18,90	17,09	7,95	12,93
----------------------------	-------	-------	------	-------

Figur 9 Egenkapitalens forrentning, Netcompany, Bilag 1

Vi kigger også kort på udvikling i virksomhedens evne til at indsamle betalinger fra deres kunder ved at kigge på debitoromsætningshastighed. Her giver udviklingen meget god mening. Virksomheden fik en del kritik tilbage i 2022 for at være langsomme til at fakturere deres kunder. Dette valgte ledelsen i 2023-2024 at ændre ved at iværksætte nogle initiativer der forbedrede deres cash management. Derfor ser vi på denne positive udvikling her.

Debitor Omsætningshastighed		1,06	1,45	1,45
-----------------------------	--	------	------	------

Figur 10 Debtors omsætningshastighed, Netcompany, Bilag 1

Dækningsgrad viser hvilken procentdel af omsætningen som der er tilbage til at kunne dække de faste omkostninger og skabe et overskud, når alle de variable omkostninger er blevet betalt. Netcompany har en faldende udvikling fra 2021 til 2023 hvor den falder fra hele 36,71% til 28,08%. dette skyldes nogle forskellige faktorer. Større konsulentomkostninger i branchen, samt høje timepriser grundet mangel på kvalificeret personale. Det var ikke muligt for Netcompany at hæve deres timepriser tilsvarende på det offentlige marked. Derfor falder dækningsgraden i denne periode. Det lille opsving til 29,14 % i 2024 skyldes at virksomheden som nævnt før har haft fokus på at forbedre deres projektstyring og har været mere profitable i Norden.

Dækningsgrad	36,71	31,97	28,02	29,14
--------------	-------	-------	-------	-------

Figur 11 Dækningsgrad, Netcompany, Bilag 1

Soliditetsgraden er god til vise hvor stor en del af virksomhedens aktiver som er finansieret via deres egenkapital. Jo højere denne er desto lavere, er virksomhedens risiko og robusthed.

Netcompany har en god og solid soliditetsgrad. Hvilket betyder at deres finansielle struktur er rigtig solid. Vi ser nogle små fald i den i 2023 og 2024, men disse skyldes en lidt lavere indtjening i forhold til investeringerne der er lavet. Virksomheden har lave finansielle gældsposter, samt er de gode til at geninvestere deres overskud ind i forretningen igen. Det er også et vigtigt punkt at virksomheden ikke foretager sig tunge kapitalbindinger, hvilket er meget typisk for konsulenthuse.

soliditetsgrad	43,27	49,03	46,94	44,79
----------------	-------	-------	-------	-------

Figur 12 Soliditetsgrad, Netcompany, Bilag 1

Likviditetsgraden som ses på tabellen nedenfor, er et økonomisk nøgletal som viser hvorvidt virksomhedens likviditet er stor nok til at kunne betale deres nuværende kortfristet gæld. Som tommelfingerregel er under 1,5 acceptabel og under 2 en stærk likviditetsgrad.

Hos Netcompany ser vi en faldende likviditet som hænger direkte sammen med de tidligere punkter vi har nævnt i analysen. Lavere marginer. Perioder med langsommere fakturering og investeringer i internationale markeder. Men det skyldes også at deres arbejde under udførelse er steget de seneste år. Men som nævnt er denne stadig ikke kritisk for virksomheden, men er noget de skal holde øje med løbende. Det hjælper dog også virksomheden at soliditeten stadig er høj hos virksomheden. Udviklingen viser helt overordnet at virksomheden har brugt flere penge end tidligere på vækst og omstrukturering.

likviditetsgrad	2,02	1,87	1,68	1,50
-----------------	------	------	------	------

Figur 13 Likviditetsgrad, Netcompany, Bilag 1

Gældsgraden udtrykker hvilken andel af virksomhedens aktiver der er finansieret af fremmedkapital. Hvis ens gældsgrad er høj, så betyder det at virksomhedens aktiver i højere grad er finansieret af fremmedkapital og omvendt.

Hos Netcompany er gældsgraden lav, men dog er der en lille stigning fra 2023 til 2024. dette skyldes primært et fald i virksomhedens egenkapitalstilvækst og en let stigende gæld til driften. Det er ikke nødvendigvis en farlig situation. Men den er værd at følge.

gældsgrad	1,31	1,04	1,13	1,23
-----------	------	------	------	------

Figur 14 Gældsgrad, Netcompany, Bilag 1

På baggrund af nøgletalsanalysen for Netcompany over perioden 2021–2024 kan det konkluderes, at virksomheden i de senere år har oplevet et markant skifte fra høj vækst og stærke marginer mod en mere udfordrende driftsøkonomisk situation, særligt i 2023.

Analysen viser, at både overskudsgrad, afkastningsgrad og egenkapitalens forrentning falder betydeligt frem mod 2023, hvilket afspejler pres på indtjeningsevnen, stigende omkostninger samt lavere kapacitetsudnyttelse i flere af koncernens forretningsenheder. Dette understøttes af udviklingen i dækningsgraden, der falder gennem perioden, hvilket indikerer øgede variable omkostninger og et generelt marginpres i Netcompanys projektportefølje.

I 2024 ses dog en positiv vending i de centrale lønsomheds- og effektivitetsnøgletal. Både overskudsgrad, afkastningsgrad og ROE forbedres markant sammenlignet med 2023. Denne udvikling kan tilskrives en kombination af bedre projektstyring, højere medarbejderudnyttelse, skærpet omkostningskontrol samt strategiske tiltag i internationale forretningsområder. Netcompany formår dermed at stabilisere driften og genoprette dele af det tabte indtjeningsniveau, om end rentabiliteten fortsat ligger under niveauet fra 2021–2022.

På den finansielle side fremstår Netcompany gennem hele perioden som en robust virksomhed med høj soliditet og moderat gældsgrad. Kapitalstrukturen er stærk, og virksomheden er ikke afhængig af ekstern finansiering i væsentligt omfang. Likviditeten er faldende, men fortsat på et acceptabelt niveau, hvilket primært skyldes marginpres og øget kapitalbinding snarere end strukturelle problemer. Den forbedrede debitoromsætningshastighed i 2023–2024 understøtter desuden virksomhedens evne til at styrke sin cash management.

Samlet set viser analysen, at Netcompany i løbet af perioden bevæger sig fra en fase med høj rentabilitet og stærke marginer til en periode præget af økonomisk pres og faldende indtjening. De observerede forbedringer i 2024 indikerer dog, at virksomheden er i stand til at tilpasse sig de ændrede markedsforhold og genetablere en mere bæredygtig driftsøkonomi. Netcompany står fortsat finansielt solidt, men udviklingen understreger behovet for fortsat fokus på marginstyring, effektiv projektleverance og profitabel vækst på de internationale markeder.

Peers

For at give et indblik i, hvordan Netcompany klarer sig på markedet, vælger vi at sammenholde deres nøgletal med lignende virksomheder der findes på det samme marked. De to virksomheder der sammenlignes med, er NNIT og KMD.

KMD udvikler og driver en række forretningskritiske IT-systemer. De startede da en masse kommunale EDB-kontorer blev sammenlagt til et. Både for private kunder og for det offentlige. De administrerer systemer indenfor pension, løn, skat og kommunal økonomistyring. Både Netcompany og KMD har været med til at digitalisere Danmark og det offentlige. Det har de gjort gennem udvikling af specifikke projekter, samt implementering og vedligeholdelse af disse. De laver derfor mange af samme type opgaver til samme type af kunder. KMD har dog eksisteret i længere tid og er derfor en mere etableret konkurrent. De har i længere tid stået for centrale, langvarige og komplekse systemer, der primært bliver brugt hos landets kommuner. Netcompany giver et frisk pust af modernitet og fleksibilitet, hvor KMD repræsenterer de systemer der altid har været der. (KMD, 2025)

NNIT startede som en afdeling i Novo Nordisk, men er sidenhen vokset sig til sin egen selvstændige virksomhed. De fokuserer, ligesom Netcompany, på at udvikle IT-systemer, samt implementering og drift af disse systemer. Deres kundesegment er primært det private, dog har de også lavet løsninger for det offentlige. NNIT har dog en anden baggrund end Netcompany, nemlig i farmaceuter. Det gør de har en lidt anden tilgang til udvikling som er præget af deres oprindelse. Der er en mere traditionel tilgang til det, hvor compliance, sikkerhed og dokumentation er i højsædet. (NNIT, 2025)

Regnskabsanalyse af peers

Nøgletalsanalyse KMD	22/21	22/23	23/24	24/25
Afkastningsgrad	1,82	0,99	0,35	5,43
Overskudsgrad	1,50	0,79	0,39	6,28
Egenkapitalens forrentning	3,30	2,39	0,66	9,10
Debitor Omsætningshastighed		1,87	1,85	1,39
Dækningsgrad	38,22	36,47	47,90	33,49
Soliditetsgrad	45,37	49,75	45,77	40,03

Likviditetsgrad	1,16	1,24	1,37	1,25
Gældsgrad	1,09	0,86	0,85	1,04

Nøgletalsanalyse NNIT	2021	2022	2023	2024
Afkastningsgrad	- 12,45	- 23,73	3,33	3,82
Overskudsgrad	- 16,29	- 19,00	2,72	2,59
Egenkapitalens forrentning	- 4,93	- 24,82	3,63	0,11
Debitor Omsætningshastighed		8,95	5,20	16,94
dækningsgrad	9,28	10,07	25,75	25,88
soliditetsgrad	55,44	67,78	58,65	69,21
likviditetsgrad	0,28	0,30	0,36	0,55
gældsgrad	1,59	2,14	1,39	0,96

Nøgletalsanalysen af Netcompany, KMD og NNIT viser tre virksomheder, der alle opererer indenfor samme sektor, men som i deres økonomiske udvikling bevæger sig i forskellige retninger. Dette er med til at give et nuanceret billede af dynamikken i branchen og de strategiske og operationelle valg, som påvirker virksomhedernes overordnede økonomi. Selvom selskaberne konkurrerer på samme marked, fremstår deres økonomi forskelligt, hvilket er med til at give et indblik i hver virksomheds styrke og svagheder.

Analysen af KMD viser, at virksomheden i løbet af medtagne periode har oplevet store udsving i rentabiliteten. De første år i perioden er præget af mindre gode resultater, hvor deres afkastningsgrad og overskudsgrad ligger lavt i forhold til virksomhedens levetid og etablering på markedet. Det indikerer en drift, hvor virksomhedens aktiver ikke formår at genere afkast, der måler sig med investeringerne. Først i 24/25 sker der en udvikling, hvor afkastningsgraden bevæger sig op på 5,43%, og overskudsgraden stiger til 6,28%. Denne udvikling tyder på en intern effektivisering hos KMD, eller en forbedring i omsætningen, som efterfølgende i højere grad er blevet omsat til driftsindtjening. Det indikerer at det pres de har mærket gennem en længere periode, er blevet vendt, og de er begyndt at kapitalisere på deres kompetencer.

Egenkapitalens forretnings udvikler sig i samme retning. Efter en flerårig periode med lave afkast, ses der en stigning i 24/25 til 9,1% som betyder KMD i stigende grad formår at skabe

værdi for dets ejere. Selvom niveauet ligger lavere end de to andre, markere det stadig et brud med tidligere svagere tal.

På trods af KMDs forbedret rentabilitet, ses der dog en nedgang i nogle af de andre nøgletal. Soliditetsgraden falder fra 49,75% til 40,03%, hvilket mindsker deres modstandsdygtighed overfor konjunktursvingninger og gør dem mere afhængig af ekstern finansiering. Gældsgraden stiger ligeledes til 1,04, hvilket betyder der nu er mere gæld end egenkapital, hvilket øger den finansielle risiko. På et marked præget af store, langsigtet offentlige IT-projekter, kan en høj gældsgrad begrænse fleksibiliteten i nye investeringer og potentielt resultere i tab af projektudbud.

Likviditeten fremstår dog stabilt over hele medtagne periode på over 1. Det vil sige at KMD stadigvæk har kapacitet til at håndtere og betale sine kortfristet forpligtelser. Der ses dog også en nedgang i debitoromsætningshastigheden, som falder frem mod 23/24, hvilket indikere at kunderne er længere tid om at betale deres regninger, end de før har været. Dette kan give udtryk for en svag betalingsdisciplin i KMD. Det skyldes højst sandsynligt deres primære kundesegment, det offentlige, som er notorisk dårlige til at betale deres regninger rettidigt. I 24/25 falder dækningsgraden til 33,49%, hvilket viser omkostningspresset stadig er højt, eller at markedet stiller krav om lavere priser. Det betyder samtidigt at forbedringen i overskudsgraden, må tilskrives en effektivisering af KMDs drift, end en højere værdiskabelse pr omsat krone.

Hvor KMD bevæger sig mod bedre indtjening, men påtager sig en højere risiko, ser det dog anderledes ud for NNIT. De havde i 2022 en stærk rentabilitet. Afkastningsgraden lå på et niveau, som signalerer en effektiv udnyttelse af NNITs aktiver, samtidigt med en overskudsgrad der indikerer en god driftsøkonomi. Egenkapitalens forrentning på 24,82 % i 2022 indikerer en periode, hvor virksomheden både har haft et konkurrencedygtigt produktmiks og en velstyret omkostningsstruktur.

Denne position ændres dog i 23 og 24, hvor både afkastningsgraden og overskudsgraden falder. Med en overskudsgrad på 2,6% i 24 er driftsmarginen reducere hvor selv mindre ændringer i deres omkostninger eller omsætning har betydning for bundlinjen. Egenkapitalens forrentning lander på 0,11%, hvilet betyder der ikke længere bliver skabt værdi for virksomhedens ejere. En sådan udvikling kan betyde de har oplevet driftsmæssige udfordringer, stigende omkostninger eller tab af større kunder.

Finansielt står de dog stærkt, med en soliditetsgrad på 69,21% i 24 og en tilsvarende faldende gældsgrad. Dette betyder de stort set er gældfri, hvilket øger deres modstandsdygtighed overfor ændringer i driften. Denne stærke kapitalstruktur gør dem den mest stabile af de 3 virksomheder. Der ses en kraftig stigning i debitoromsætningen i 24, hvor betalingen fra kunder sker væsentligt hurtigere end tidligere år. Det er med til at forbedre likviditeten og reducere kapitalbindingen i debitorer. Dækningsgraden forbedres til næsten 26%, hvilket antyder NNIT har formået at styrke sin værdiskabelse. Dette kan være et udtryk for ændringer i strategien, hvor man ændrer i produktet og udfaser de mindre profitable aktiviteter.

Likviditeten ligger dog under 1 gennem hele perioden. Der er dog en stigning fra 0,28 til 0,55. Det betyder af NNIT er afhængig af stabil drift og korte kredittider for at kunne imødekomme kortfristet forpligtelser. Denne sårbarhed ses i sammenhæng med den svage rentabilitet, som gør dem mindre i stand til hurtigt at genere likviditet ved forbedret drift.

Når man sammenholder NNIT og KMD med Netcompany, ses der tydelige forskelle i de finansielle nøgletal. Netcompany har gennem perioden været kendetegnet ved stabil og konkurrencedygtig rentabilitet, dog påvirket af deres køb i 2021 og efterfølgende integrationsomkostninger. Rentabiliteten har ikke været på samme niveau som NNITs top år, men samtidigt ikke faldet ned på KMD eller NNITs laveste niveau. I stedet for har Netcompany udvist en mere balanceret udvikling, hvor stigninger og fald i rentabilitet ikke har været så voldsomme. Finansielt fremstår Netcompany stærkere end KMD, men svagere end NNIT. Soliditetsgraden er relativt stabil, og gældsgraden har været på et niveau som signalerer kontrolleret gearing uden at blive sårbar. I modsætning til NNIT, har Netcompany har en likviditet over 1, som giver dem mere fleksibilitet i deres løbende drift.

Driftsmæssigt ligger Netcompany typisk højere end både KMD og NNIT på dækningsgrad og debitoromsætningshastighed, hvilket indikerer en forretningsmodel med højt videns indhold og lav kapitalbinding. Dette gør dem mindre eksponeret overfor udsving i likviditeten og giver en generelt stærkere robusthed.

KMD fremstår derfor som en virksomhed der er ved at genvinde deres rentabilitet, men med øget finansielle risici ved at hæve deres gearing og reducere soliditeten. NNIT er finansielt stærk, men driftsmæssigt presset der formindsker deres evne til at levere værdi til ejerne. Netcompany ligger midt imellem de to. Driftsmæssig stabil og finansielt velbalanceret.

Værdiansættelse

I denne del af opgaven vil vi værdiansætte Netcompany, for at undersøge om den aktuelle aktiekurs er enten over eller undervurderet.

for at komme i mål med en værdiansættelse skal vi først have foretaget os en budgettering. Og på baggrund af denne budgettering vil der blive udarbejdet værdsættelsesmetoden DCF-modellen. Vi vil også lave en følsomhedsanalyse, for at kunne vurdere og vise den prismæssige konsekvens ved ændringer i de skøn og estimater der bliver lavet i budgetteringen. Udover DCF-modellen vil der også blive benyttet en anden analyse, nemlig Multipelanalyse. Dette er en forsimplet form for værdiansættelse, men er god at bruge til at kunne sammenligne med DCF analysen. Den ville kunne yderligere bekræfte det resultat som DCF-analysen kommer frem til.

Budgettering

Før vi kan beregne Netcompanys værdi ved hjælp af DCF-analysen er det nødvendigt at opstille et realistisk budget for virksomhedens fremtidige pengestrømme. Budgettering tager udgangspunkt i foregående analyser. Både de historiske udviklingstendenser fra regnskabsanalysen for perioden 2021-2024, samt de strategiske ændringer, virksomheden har lavet i samme periode. Men også på baggrund af den strategiske analyse hvor vi vil tage udgangspunkt i det vi ved om virksomheden og marked på nuværende tidspunkt.

Formålet med budgettet er at skabe et klart og fremadskuende billede af virksomhedens evne til at kunne generere frie pengestrømme, baseret på en vurdering af driftsmæssige forbedringer, marginpotentiale, investeringer og markedsforhold. De vil derfor spejle de muligheder og risici der følger virksomhedens nuværende situation samt strategiske ændringer.

De valgte forudsætninger danner derfor grundlag for beregningen af virksomhedens frie cash flows, som senere bruges i DCF-analysen.

Budgetperiodens længde

I Denne budgetteringsperiode vælger vi en femårig periode. Valget af en femårig periode bygger på at virksomheden i øjeblikket befinder sig en ret moden fase, hvor der forventes at både omsætningsvækst, marginer og investering niveau gradvist har stabiliseret mod et mere

stabil og langsigtet niveau. En femårig periode giver nok til at indarbejde forventede ændringer i driften, herunder indgår både effektiviseringsinitiativer, investeringer og markedets generelle udvikling. Men denne periode holder vi også usikkerheden nede på et acceptabelt niveau hvor vi ikke øger prognoseusikkerheden mere end højst nødvendigt. Modsat ville en kortere periode ikke i tilstrækkelig grad afspejle den strukturelle udvikling vi har set i regnskabsanalysen virksomheden er i. Desuden er en budgetperiode på 5 år almindelig praksis i DCF-modeller, hvor der typisk anvendes 5-7 år, før terminalværdien sættes. (Virksomhedskøber.dk - DCF-metoden)

Derfor vurderes en femårig budgetperiode som det mest hensigtsmæssige og balancerede grundlag for værdiansættelsen.

Budgettering af salgsvækst

Når vi skal estimere Netcompanys fremtidige salgsvækst, kombinere vi både virksomhedens historiske vækstmønstre og ledelsens aktuelle forventninger for at få et realistisk bud for budgettet.

I 2022 kan vi se at virksomheden realiserede en massiv stigning i omsætning på 52,7% dette skyldes dog primært opkøbet af Intrasoft international i 2021, som først rigtig gav pote i 2022. (MFN, 2024)

I 2023 faldt væksten tilbage til et mere normalt niveau på 9,6% i et år med høj usikkerhed og udfordringer (MFN, 2024)

I 2024 opnåede virksomheden en stabil vækst på 7,6%

Disse tal illustrerer meget godt at virksomheden rent historisk har haft en rigtig god evne til at skabe høje vækstrater i forbindelse med opkøb og konsolidering, men de har også kunne skabe en stabil vækst i normale markedsforhold. Når vi kigger på den historiske udvikling for vi altså et godt billede af hvordan virksomheden har klaret sig de seneste år.

Vi skal også i denne forbindelse kigge lidt på det marked som Netcompany befinder sig på og den overordnet markedstrend for digital transformation og IT-service i Europa. I virksomhedens nyeste årsrapport peger de selv på de selv på en moderat vækst (2025-guidance 5-10%) hvilket vi bruger som en central information i budgettet. men for at ikke blot at tage udgangspunkt i historiske tal og virksomhedens egne udtalelser har vi også undersøgt

flere uafhængige analyser og brancherapporter der lægger op til et robust marked for digitalisering i Europa. Flere rapporter melder op til et tocifrede CAGR-Estimat for digital transformation over de kommende år, hvilket igen understøtter at dette er et marked hvor vækst er meget sandsynligt. (mordor intelligence, 2024) prognoser peger desuden på at der helt generelt vil blive investeret markant mere på IT-løsninger i Europa grundet Kunstig intelligens og modernisering generelt. Det forventes helt konkret at markedet vil stige fra 402 Mia. Euro i 2025 til 662 Mia. Euro i 2030. Denne stigning understøtter at vi kan forvente en stigning hos Netcompany

sidste uafhængige analyse vi har kigget på, er McKinsey som også peger på at software og AI relaterede initiativer forventes at skabe betydelige værdipuljer for Europa i løbet af de næste mange år. Helt konkret forventes der en vækst på 300 Mia. Dollars på Cloud-marked hvor Netcompany befinder sig grundet opkøbet af intrasoft. frem mod 2030. (McKinsey & Company, 2025)

På baggrund af overstående kigger vi ind i en positiv salgsvækst for Netcompany. Der rigtig mange faktorer der peger på at virksomheden fortsat vil vokse omsætningsmæssigt. Både de fremtidige Kunstig intelligensmuligheder der vil komme, men også det forhøjede ønske om moderniseringer i verden, sammen med deres egen analyser. Udover det har de også de seneste 4 år set en ret stabil og høj vækst i flere forskellige situationer. Så vi vælger at lægge os fast på en markedsværdi der ligger omkring midten af virksomhedens egen guidance og markedsprognoserne. 7 % er den salgsvækst vi forventer at virksomheden kan følge de kommende år.

Vi vil senere i følsomhedsanalysen teste en mere konservativ slagsvækst og en mere optimistisk salgsvækst

Budgettering af EBIT-margin

EBIT-marginen er også meget afgørende for virksomhedens fremtid. Den beskriver stor en del af virksomhedens omsætning der resterer til dækning af omkostninger, der ikke kan relateres til primær drift.

i forhold til budgettering af virksomhedens EBIT-margin tager vi igen både udgangspunkt i virksomhedens historiske performance og udvikling, men også hvilke forventninger der til markedets udvikling, både virksomhedens egne forventninger og andre uafhængige analyser.

Rent historisk har Netcompanys EBIT-margin varieret en del. I 2021 var deres Margin 19,4% den stiger svagt i 2022 til 20,1%. i 2023 faldt virksomhedens margin væsentligt ned til 9,5%, dette er hovedsageligt grundet de ting der nævnt i regnskabsanalysen, som lønomkostninger, lavere udnyttelsesgrad og de mange investeringer virksomheden har lavet. I 2024 ses der så igen en forbedring til 12% som er drevet af den tidligere nævnte øget projektstyring, bedre udnyttelse af medarbejdere og effektivisering. Det betyder de i gennemsnit har haft en EBIT-margin i perioden på 14,1% (Netcompany Årsrapport, 2024)

Markedet for IT og digitalisering i Europa er som tidligere nævnt et voksende marked i øjeblikket og i fremtiden. Afhængigt af geografi og segmentering så ligger de større aktører på markedet med en margin mellem 10 og 15 %. (McKinsey & Company, 2025)

På baggrund af den historiske udvikling som virksomheden har haft og den markedssituation som det befinder sig så vælges en EBIT-margin for perioden 2025-2029 at være på 14%. dette menes at være et realistisk bud, da virksomheden har vist en voksende kurve, på et marked hvor der ses stor udvikling på nuværende tidspunkt. Samme som med salgsvækst vil vi i følsomhedsanalysen kigge nærmere mere konservative og optimistiske bud.

Budgettering af skatteprocent

i forbindelse med budgetteringen skal vi også kigge på den fremtidige skatteprocent. Her benytter vi en fast sats på 22% dette svare til den nuværende skattesats. Dette er derfor en realistisk antagelse da der pr 2025 ikke er vedtaget nogle ændringer af den. Den effektive skatteprocent har dog historisk lagt lidt højere på grund af nogle internationale aktiviteter, men da vi mener det ville skabe en vis usikkerhed i analysen vælger vi at benytte den gældende skattesats. (Selskabsskat for ApS og A/S)

Budgettering af WCR% af omsætningen

Som et led i budgetteringen er det også nødvendigt at kigge på Netcompanys arbejdskapital i forhold til omsætningen i budgetperioden. Den historiske analyse viser, at WCR i absolutte tal ligger tæt mellem 1 til 1,3 milliarder kroner, men at WCR som andel af omsætningen er faldet markant, efterhånden som virksomheden har forbedret deres debitorstyring, optimeret deres projektstyring og øget deres fokus på likviditet og kapitalfrigørelse. Samtidig har virksomheden også gennemført betydelige investeringer og befinder sig nu en mere moden

fase. Dette taler for at den kraftige reduktion i WCR% ikke kan fortsætte i det tempo det har gjort tidligere.

På baggrund af det antages niveauet i 2024 at være et rimeligt forslag for en normaliseret arbejdskapital, som der kun kan forventes moderate effektiviseringer ovenpå. I budgettet arbejdes derfor med en svagt faldende, men efterhånden mere stabil WCR% over de kommende 5 år. Helt konkret forventes WCR at udgøre 16% i 2025, 15,5% i 2026 og 15% 2027. herefter forventes niveauet at holdes konstant på 15% i 2028 og 2029. antagelsen afspejler, at ledelsens tiltag inden for cash management og projektstyring fortsat kan give en mindre reduktion i kapitalbindingen, men at Netcompany fortsat vil have en strukturel arbejdskapital, der ikke kan elimineres uden at påvirke driften negativt.

Øvrige budgetteringsmæssige overvejelser og antagelser

Netcompany er en IT-servicevirksomhed, som primært skaber værdi fra deres medarbejdere og deres projekter, derfor er behovet hos virksomheden for at lave tunge investeringer i materielle anlæg meget begrænset. Deres investeringer er primært IT-udstyr, kontorindretning og udvikling af deres egne projekter, som både kan være materielle og immaterielle. (corporate finance institute, 2023)

Strategisk har vi været inde på at virksomheden har en langsigtet plan om at organisk skabe en omsætningsvækst på 5 og 10% årligt. Derudover stræber de også efter en EBITDA-margin på 20% frem mod 2029. hvis vi antager at dette skal lykkes er der behov for at virksomheden fortsat investere disciplineret. Derfor kan vi antage at i vores budgetperiode at CAPEX vokser nogenlunde i takt med deres omsætning, men holder sig stadig under den omsætningsmæssige stigning for at understøtte de Marginmål virksomheden har lagt. Af den grund antager vi at virksomhedens investeringer vil stige med 4% procent årligt, for stadig fortsat at kunne udvikle sig, men holde omkostningerne nede for at kunne ramme deres Margin målsætning på 20%

Afskrivningsmæssigt ligger It. Servicevirksomheder som regel på et par procent af omsætningen og følger typisk det akkumulerede investeringsniveau. Afskrivningerne har i vores valgte regnskabsperiode lagt på 2% af omsætningen. Vi forventer den stiger en smule over tid grundet deres nye investeringer vi forventede i tidligere afsnit. I 2025 vil de ligge på

2% af omsætningen og ende på 4% i 2029. det præcise overblik kan ses senere i opgaven når hele budgettet opsummeres. ((inderes, 2025))

Virksomhedens vare forbrug har i gennemsnit i hele vores analyse periode lagt på 69% af omsætningen. Dette forventer vi ikke ændre sig i hele budgetperioden.

Vi forventer en årlig vækst i salgs- og administrationsomkostninger der ikke direkte matcher omsætningsvæksten. Da virksomheden lige har omstruktureret internt, forventer vi at meget af væksten vil komme organisk de første år, men det vil blive nødvendigt på sigt at hæve disse omkostninger for at kunne nå målet om en omsætningsvækst på 7%. vi forventer derfor at disse vil stige med mellem 4 og 6%. oversigten over hvordan disse fordeler sig vil komme senere i budgetoverblikket.

Terminalperiodens forudsætninger

Terminalvæksten i analysen bør være lavere end Netcompanys forventet vækst, men stadig høj nok til at afspejle en fortsat strukturel digitaliseringsvækst. En langsigtet realvækst omkring 2,5% vurderer vi som et rimeligt og forsvarligt niveau for et modent, men fortsat voksende europæisk marked for IT-servicevirksomheder.

Vi vælger altså derfor at sætte en termankvækstrate på 2,5% da dette ligger over den forventede inflationsrate, men væsentligt under Netcompanys nuværende forventet vækst. Derfor afspejler det altså at selskabet fortsat kan vokse lidt hurtigere end den generelle økonomi, men ikke længere realisere de høje vækstrater fra budgetperioden. (Søren bjerre Nielsen, 2022)

Sammenfatning af budgettering

Budgettet for Netcompany er opstillet til en femårig periode og bygger på vores regnskabsanalyse for 2021.2024, virksomhedens egne forventninger fra deres årsrapport og eksterne markedsprognoser for digitalisering i Europa. Budgettet bygger på en virksomhed som er i moden vækstfase, som fortsat har en positiv efterspørgsel, men også med normaliserede vækstrater og en stabilisering af rentabilitet og kapitalstruktur.

Salgsvæksten forudsættes at være konstant 7% årligt i budgetperioden. Dette niveau ligger lige i midten af hvad virksomheden selv forventer på kort sigt som er mellem 5 og 10% den

bygger også på flere uafhængige branche estimater, der lægger op til et robust marked for digital transformation og software/it services i Europa.

EBIT-Margin antager vi ligger på et konstant niveau på 14%. dette ligger tæt på virksomhedens gennemsnitlige rentabilitet i perioden 2021-2024 og inden for det margininterval, som de største europæiske IT og konsulenthuse typisk ligger inde for. Skattesatsen fastsættes til 22% i overensstemmelse med den gældende danske selskabsskattesats.

Arbejdskapitalen budgetteres som en procentsats af omsætningen. Den tager udgangspunkt i at WCR historisk har ligget på omkring 1-1,3 Mia. Kr. men er faldet en del i forhold til omsætningen i perioden, derfor antager vi en moderat yderligere effektivisering. WCR sættes til 16% af omsætningen i første budget år derefter falder den moderat til 15% og fortsætter der de følgende år. Vi forventer dette er et rimeligt estimat for et stabiliserede niveau på lang sigt. Capex investeringer antager vi at være meget lig dem vi har set i regnskabsanalysen, de forventes primært at være relateret til IT-udstyr, kontorer og udvikling af egne løsninger. De vokser nogenlunde i samme fart som omsætningen, men dog en smule langsommere, så modellen understøtter et løft i marginerne, som virksomheden selv har ydret at de forventer i fremtiden. Afskrivningerne følger et historisk niveau på et par procent af omsætningen og justere gradvist op, for at matche de akkumulerede investeringer.

Vare forbruget holdes på samme relative niveau som i regnskabsperioden, idet løn og øvrige omkostninger antages at udvikle sig proportionalt med den omsætningsvækst vi forventer. Virksomhedens salgs- og administrationsomkostninger forventes at vokse lidt langsommere end omsætningen (4-6% årligt) det betyder de på sigt falder svagt som andel af omsætningen i takt med at omkostning strukturen effektiviseres efter de nylige strategiske ændringer.

For terminalperioden antager vi en langsigtet realvækst på 2,5% hvilket ligger en del under Netcompanys kortsigtede forventninger, men over den forventede inflationsrate og dermed viser det en moderat og vedvarende struktureret vækst i efterspørgslen efter Digitale løsninger. I tråd med DCF Litteraturen vi henviste til i tidligere afsnit, så skal virksomheden i terminalperioden befinde sig i et "steady state" med deres stabile EBIT-margin, Capex der er tæt på at matche afskrivninger, samt et uændret stabilt WCR-niveau, og at terminalværdien beregnes som en evighedsrente på det frie cash flow i første år efter budgetperioden med denne vækstrate. (Søren bjerre Nielsen, 2022)

herunder er en tabel med en oversigt over de budgetforudsætninger der er antaget i budgetlægningen.

	2025	2026	2027	2028	2029
Omsætningsvækst	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Vareforbrug (COGS) i % af oms.	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%
Årlig vækst i Salgs- og adm. omk.	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%
Arbejdskapital (WCR) i % af omsætning	16,0%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%
Afskrivninger (mio. kr.)	140,0	149,8	160,3	257,2	275,2
Investeringer (mio. Kr.)	260,0	270,4	281,2	292,5	304,2
tax	22%	22%	22%	22%	22%

Figur 15 Budgetforudsætninger, Netcompany, Bilag 1

Herunder ses en tabel med virksomhedens resultatopgørelse i Budget perioden med de antagelser vi har lavet.

mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Oms	3.631,97	5.544,65	6.078,40	6.540,60	6.998,44	7.488,33	8.012,52	8.573,39	9.173,53
COGS	2.298,69	3.772,17	4.375,50	4.634,40	4.828,92	5.166,95	5.528,64	5.915,64	6.329,74
Salg- og adm. omk.	578,03	798,98	990,25	1.004,40	1.044,58	1.086,36	1.129,81	1.175,01	1.233,76
EBITDA	114,74	297,67	350,30	345,40	1.124,94	1.235,02	1.354,07	1.482,75	1.610,04
afskr	51,42	134,07	134,20	116,30	139,97	149,77	160,25	257,20	275,21
EBIT	63,32	163,60	216,10	229,10	984,97	1.085,26	1.193,82	1.225,54	1.334,83

Figur 16 Resultatopgørelse efter budgetantagelser, Netcompany, Bilag 1

Værdiansættelse via DCF

For at værdiansætte Netcompany anvender vi en DCF-model (Discounted cash flow), hvor virksomhedens værdi bestemmes som nutidsværdien af forventede frie pengestrømme. Den tager udgangspunkt i teorien om at værdien af en virksomhed svare til de pengestrømme, der i fremtiden kan udbetales til långivere og ejere, diskonteret med et afkastkrav, der afspejler risikoen på netop disse pengestrømme

De frie pengestrømme beregnes på baggrund af vores 5-årige budgetperiode, hvor vores centrale punkter er salgsvækst, EBIT-margin, skat, investeringer, afskrivninger og arbejdskapital. Hvert budget år opgøres de frie pengestrømme som et driftsresultat efter skat korregeret for ikke-konstante poster, fratrasket investeringer i anlægsaktiver og ændringer i virksomhedens arbejdskapital. Efter budgetperioden sættes en terminalværdi ved hjælp af en evighedsrente, baseret på en langsigtet moderat vækstrate og et steady-state niveau for rentabilitet og reinvesteringer.

De forventede frie pengestrømme og terminalværdien tilbagediskonteres herefter med et vægtet gennemsnit i kapitalafkastkrav (WACC) denne afspejler både egenkapital- og

gældsomkostninger. Summen af de diskonterede pengestrømme giver virksomhedens værdi før finansielle poster. Denne justeres så derefter for nettorentebærende gæld for at nå frem til en markedsværdi af egenkapitalen. (npinvestor.dk)

WACC

WACC står for Weighted average cost of capital og er det afkastkrav som aktionærer og långiver har. Altså et minimumskrav til afkastet ud fra den investerede kapital. Det er væsentligt for værdiansættelsen da det som nævnt før er et udtryk for Netcompanys vægtede omkostninger. Den består både af de omkostninger der er forbundet med virksomhedens egenkapital, og de omkostninger der er forbundet med fremmed kapital fra eksterne finansieringskilder.

For at give en oversigt over de forskellige elementer i vores WACC udspecificere vi de forskellige elementer nedenfor her. (Skattestyrelsen)

WACC udregnes sådan:

- $WACC = (Egenkapitalandel \times Egenkapitalomkostning) + (Fremmedkapitalandel \times Fremmedkapitalomkostning)$

Omkostninger til egenkapital

Først og fremmest for at beregne vores WACC skal vi have udregnet Omkostninger til egenkapitalen. For at vi kan gøre dette skal vi bruge disse forskellige forudsætninger:

- Den risikofrie rente
- Investorenes risikopræmie
- Netcompanys betaværdi på aktien

Den risikofrie rente fastsættes som den effektive rente på et 10-årigt dansk statsobligation, i tråd med den almindelige danske DCF-praksis, og afrundes til 2,3% dette er valgt ud fra data fra Danmarks nationalbank (Danmarks nationalbank, 2025)

Investorenes risikopræmie defineres som det forventede merafst på en diversificeret aktieportefølje i forhold til en investering i en langsigtet statsobligation. I overensstemmelse med dansk værdiansættelsespraksis og analyser af markedsrisikopræmien antages denne at ligge på 5% hvilket ligger lige i midten af det interval der typisk bliver benyttet i DCF-modeller som er 4-6% (Ken L. Bechmann - CBS, 2022)

Virksomhedens betaværdi på aktien er fastsat til 1,27 niveauet er baseret på senest offentliggjorte historiske Beta-estimer for virksomheden på Yahoo finance, (Yahoo Finance, 2025) hvor aktiens 5 års beta mod et stort aktieindeks ligger omkring 1,2-1,3. Dette vurderes at være repræsentativt for selskabets systematiske risiko og ligger på linje med hvad der teoretisk forventes fra en IT-virksomhed i vækst.

Nu har vi de oplysninger vi skal bruge for at kunne udregne omkostningerne til egenkapitalen og de kan opsummeres sådan her:

- Risikofrie rente: 2,3%
- Investorens risikopræmie: 5%
- Betaværdi: 1,27

På baggrund kan vi udregne at omkostningerne til egenkapitalen er: 8,65%

Dette er udregnet ved at lægge den risikofrie rente sammen med investorens risikopræmie og derefter gange med 1,27

Omkostninger til fremmedkapital

Efter at have fundet omkostningerne til egenkapitalen skal vi nu have fundet omkostningerne til fremmedkapital. For at udregne dette skal vi bruge disse forudsætninger:

- Den risikofrie rente
- Kreditpræmie
- skatteprocent

Den risikofrie rente blev fastsat i sidste afsnit og endte på 2,3%

Netcompany har en relativt lav gæld i forhold til egenkapitalen og genererer en stabil og høj indtjening, hvilket indikerer en solid evne til at servicere sin gæld. Ifølge seneste regnskaber har selskabet en gældsgrad (leverage) på omkring 1,2× og en renteafdækning (interest coverage) på over 7×, hvilket typisk ses hos virksomheder med lav kreditrisiko.

På baggrund af dette vurderes Netcompanys kreditrisiko at være på niveau med virksomheder, der typisk anses for investment grade. Investment grade-virksomheder vurderes generelt at have lav sandsynlighed for misligholdelse af gæld, og deres kreditpræmie ligger typisk mellem 1 og 2 procentpoint over den risikofrie rente (fx statsobligationer). Derfor fastsættes

kreditpræmien for Netcompany til 1,5 %-point, hvilket giver en nominel lånerente på 3,8 %.(investopedia)

Skatteprocenten for selskaber har vi tidligere i budgettet fastgjort til 22%, denne vælger vi også at benytte i terminalperioden.

Så for at opsummere de forudsætninger vi fastgjorde at vi skulle bruge:

- Den risikofrie rente: 2,3%
- Kreditpræmie: 1,5%
- Skatteprocent: 22%

Nu kan vi altså regne omkostningerne til fremmedkapitalen ud.

Først skal vi finde omkostningerne før skat. Dette gør vi ved at lægge den risikofrie rente til kreditpræmien. Her ender vi med at omkostninger til fremmedkapitalen før skat ligger på 3,8%

For at finde omkostningerne efter skat trækker vi skatteprocenten fra. Derefter ender vi omkostninger til fremmedkapital efter skat på 2,96%

Dette er et niveau, der passer fint til en solid virksomhed med moderat kredit risiko på et marked med en risikofri rente omkring 2-3% (tax.dk Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger)

Netcompanys kapitalstruktur og finansieringsværdier

Før vi kan udregne vores WACC skal vi fastlægge virksomhedens kapitalstruktur til markedsværdi. Vi estimerer markedsværdien af egenkapitalen som aktiekursen ganget med samlet antal udestående aktier, hvilket giver 16.036 Mio. kr. på værdiansættelsestidspunktet. Den rentebærende gæld opgøres som udgangspunkt i årsrapporten hvor vi tidligere i opgaven fandt frem til det udgør 2.568 Mio. Kr. da gælden ikke er børsnoteret separat, bruger vi bogført værdi som tilnærmet markedsværdi da dette er almindelig praksis i DCF-analyser.

Den samlede finansieringsværdi som er markedsværdien af egenkapitalen lagt sammen med rentebærende gæld ender man på en finansieringsværdi på 18.604 Mio. Kr. hvor 86% er markedsværdien af egenkapitalen og 14% er fremmedkapitalen. Disse procentsatser anvendes i WACC-beregningen til at kombinere omkostningen til egenkapitalen og omkostningen til

fremmedkapital efter skat til et samlet afkastkrav, der viser Netcompanys faktiske kapitalstruktur. (Frederik Askov Storm - Hvad er WACC, 2021)

WACC-udregning

Lad os først og fremmest opsummere vores forudsætninger for at kunne udregne vores WACC:

- Risikofri rente: 2,3% (R_f)
- Markedsrisikopræmie: 5% (MRP)
- Beta: 1,25 (B)
- Kreditpræmie: 1,5%-point
- Selskabsskat: 22% (T)
- Markedsværdi egenkapital: 16.036 Mio. Kr (E)
- Markedsværdi rentebærende gæld: 2.568 Mio. Kr (D)
- Egenkapitalomkostning: 8,55%
- Fremmedkapitalomkostning: 2,96%
- Vægt af egenkapital: 86,2% (V)
- Vægt af gæld: 13,8% (V)

For at finde vores WACC skal vi bruge denne formel:

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot r_E + \frac{D}{V} \cdot r_{D, \text{efter skat}}$$

Med tallene indsat ser udregning således ud:

$$0,862 \cdot 8,55\% + 0,138 \cdot 2,96\%$$

$$= 7,78\%$$

Ud fra overstående beregning er Netcompanys WACC altså 7,78%

Frit cash flow

Inden vi kan udarbejde en værdiansættelse af Netcompany, skal vi have synliggjort virksomhedens fremtidige frie pengestrømme. Disse tager udgangspunkt i vores tidligere budgettering.

Overblikket over hvordan det frie cashflow har set ud i analyseperioden og i budgetperioden kan ses herunder i tabellen:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT*(1-tax)					768,3	846,5	931,2	955,9	1.041,2
+afskrivninger					140,0	149,8	160,3	257,2	275,2
WCR	1.339,4	1.298,1	1.285,2	1.051,2	1.119,8	1.160,7	1.201,9	1.286,0	1.376,0
-Delta WCR					68,6	40,9	41,2	84,1	90,0
-Investeringer					260,0	270,4	281,2	292,5	304,2
Frit cash flow					579,7	684,9	769,0	836,5	922,2

Figur 17 Det frie cashflow, Netcompany, Bilag 1

De frie pengestrømme, der er budgetteret for forecastperioden 2025-2029, tilbagediskonteres med vores WACC på 7,8% så hvert år omregnes til nutidsværdi. Denne sum af de diskonterede pengestrømme betegnes som nutidsværdi – explicit forecast (perioden 2025-2029) og udgør dermed den del af virksomhedsværdien der kan henføres til de konkrete budgetår. Vi har udregnet nutidsværdi for de 5 budget år til at være 2.995,7 Mio. kr. ud fra vores WACC og budget forudsætninger.

Terminalværdi

Terminalværdien beregnes ved hjælp af Gordons vækstmodel. Efter den femårige budgetperiode antages Netcompany at være i en moden vækstfase, hvor de frie pengestrømme vokser med en konstant langsigtet vækstrate på 2,5% som vi fandt i budgetteringen. De frie pengestrømme i sidste budgetår (2029) er 922,2 Mio. kr. dette fremskrives til 1015,1 mio. kr. i 2023 ved at multiplicere med $1+g$. terminalværdien ved udgangen af 2029 beregnes herefter: $TV_{2029} = FCF_{2030}/(WACC-g)$. vores WACC er på 7,8% og terminalvækst er 2,5% derfor giver dette en terminalværdi på 19.225 Mio. Kr., som efterfølgende tilbagediskonteres til nutidsværdi med samme WACC over fem år. Nutidsværdien af terminalperioden udgør derfor 13.218 Mio. kr.

Enterprise value

Næste skridt i vores DCF-analyse er at udregne Enterprise Value. Denne beregnes ved at tage udgangspunkt i nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme, som vi før beregnede til 2.995,7 Mio. kr. i den 5-årige budget periode. De lægges nu til terminalværdien som vi før fastsatte til 13.218,8 Mio. kr dette giver i alt en enterprise value på 16.214,4 Mio. Kr.

Værdiansættelse

Nu er alt forarbejdet lavet til at kunne værdiansætte virksomheden Netcompany A/S. for at kunne bestemme hvad virksomheden er værd skal vi bruge vores enterprise value fra sidste afsnit på 16.214,4 Mio. Kr. herefter skal kigge på virksomhedens likvide midler som ifølge årsrapporten ligger på 250,9 Mio. kr.

derefter skal vi kigge på virksomhedens rentebærende gæld som vi tidligere i opgaven har fastsat til at være 2.349,3 Mio. kr.

disse skal trækkes fra vores enterprise value og som det kan ses i tabellen herunder ender virksomheden med en værdi egenkapital på 14.116 Mio. kr.

Nutidsværdi - explicit forecast periode (2025-2029)		2.995,7
Nutidsværdi af terminalværdi		13.218,8
Enterprise value		16.214,4
+cash		250,9
-gæld		2.349,3
Equity value		14.116,0

Figur 18 Værdi af egenkapital for Netcompany, Bilag 1

Vi kan altså konkludere at ud fra vores forudsigelser har Netcompany en markedsværdi på 14.116 Mio. Kr. beregnet via DCF-modellen. For at finde den enkelte aktiekurs så vi kan sammenligne med deres officielle aktiekurs divideres den beregnet værdi ud med mængden af aktier Netcompany har som er 47.500.000. dette giver os en aktiekurs på 297,18 Kr. pr. aktie. Dette er et stykke under den aktuelle aktiekurs der d. 7-12-2025 lagde på 337,6 Kr. Pr. aktie. Altså har vi vurderet at virksomheden i øjeblikket er vurderet for højt. Dette rejser spørgsmålet om Aktiemarkedet har vurderet kursen for højt i forhold til hvad virksomheden faktisk er værd. Der er naturligvis i vores udregning nogle forudsætninger der kan skabe usikkerhed, hvilket er en god grund til at beregne følsomheden på nogle af de anvendte forudsætninger der er lavet i budgetteringer og WACC-udregningen. Udover det vil vi også forsøge at udregne virksomheden værdi ud fra andre velkendte værdiansættelsesmodeller for at bekræfte vores tese omkring at netcompany er vurderet for højt på aktiemarkedet.

Følsomhedsanalyse

Som nævnt i sidste afsnit, så for at vurdere robustheden af værdiansættelsen har vi gennemført en følsomhedsanalyse. I første omgang har vi taget udgangspunkt i de to parameter terminalvækst og WACC. Tabellen nedenfor viser den beregnede teoretiske aktiekurs var variationer i WACC på 6,8% 7,68% og 8,8% kombineret med terminalvækstrater på 1,5%, 2,5% og 3%. resultaterne viser at værdiansættelsen er meget følsom overfor ændringer i afkastgraden. Et fald i vores WACC fra 7,78% til 6,8% øger kursen fra 297,18 Kr. til 378,37 Kr. hvilket faktisk ville vise at Netcompany er vurderet for lavt på aktiemarkedet, hvor en stigning i WACC til 8,8% vil reducere kursen til 239,6 Kr. med den samme terminalvækst. Samtidig ses det at en højere terminalvækst også løfter kursen markant, men i mindre grad end ændringer i WACC, hvilket understøtter betydningen af et velbegrunderet afkastkrav i DCF-modellen.

WAAC / terminal værdi	1,50%	2,50%	3%
6,80%	310,89 kr.	378,37 kr.	425,44 kr.
7,78%	252,87 kr.	297,18 kr.	326,29 kr.
8,80%	209,12 kr.	239,60 kr.	258,78 kr.

Figur 19 WACC, Bilag 1

Udover WACC og terminalvækst har vi også lavet en følsomhedsanalyse på den antagende salgsvækst i budgetperioden. I vores budget forudsættes der en årlig omsætningsvækst på 7%, mens der i et mere konservativt scenarie arbejdes med 5% og i et optimistisk scenarie med 9%. analysen viser at den teoretiske aktiekurs stiger markant ved højere vækstforventninger og omvendt falder ved lavere vækst. En reduktion fra 7% til 5% medfører et betydeligt faldt fra 297,18 Kr. til 227,86 Kr., mens en stigning til 9% giver en væsentligt højere værdi på 372,22 Kr. det understreger at værdiansættelsen er følsom overfor de langsigtede vækstforventninger, og at forskellen mellem DCF-værdien og den aktuelle markedskurs kan forklares af, hvor optimistisk man er omkring Netcompanys fremtidige omsætningsudvikling.

Salgsvækst	Aktiekurs
5%	227,86 kr.
7%	297,18 kr.
9%	372,22 kr.

Figur 20 Følsomhedsanalyse, Bilag 1

Samlet viser følsomhedsanalysen altså at værdiansættelsen af Netcompany er særligt følsom over for ændringer i WACC og de langsigtede vækstforventninger i både terminalperioden og den eksplicitte budgetperiode. Forholdsvist små justeringer i WACC eller terminalvækst medfører store betydelige udsving i den beregnede teoretiske aktiekurs, mens variationer i salgsvækst også har en væsentlig effekt på den samlede værdi.

Resultaterne understreger, at forskellen mellem DCF-værdien og den observerede markedspris i høj grad afhænger af, hvor optimistisk man lægger sine antagelser til grund for kapitalomkostninger og fremtidig vækst, og at de præsenterede værdier derfor bør tolkes som scenariebaserede estimater frem for den sande værdi.

Multipelanalyse

Til at supplere DCF-værdiansættelsen har vi lavet en multipelanalyse baseret på en peer-gruppe bestående af børsnoteret IT-konsulent- og digitaliseringsselskaber: Columbus A/S, NNIT, Accenture og Capgemini. Vi vælger ikke at bruge KMD som tidligere har været sammenligningsvirksomhed da disse ikke er børsnoteret. Formålet er at sammenligne Netcompanys nuværende prisfastsættelse med virksomheder der har en nogenlunde tilsvarende forretningsmodel og risikoprofil, og dermed kan vi få en markedsbaseret reference for vores multipler.

Alle de nedenstående nøgletal er hentet fra virksomhedernes egne årsrapporter og aktiekurserne er hentet fra børsen (Børsen - aktier, 2025) (*NNIT årsrapport 2024*; Capgemini årsrapport, 2024; Accenture årsrapport, 2024; Columbus A/S Årsrapport, 2024; Netcompany Årsrapport, 2024)

I analysen anvender vi tre af de mest anvendte værdiansættelsesmultipler P/E, EV/EBIT og EV/EBITDA. For hver virksomhed er P/R beregnet som deres nuværende aktiekurs divideret med resultat pr. aktie. EV/EBIT og EV/EBITDA er opgjort som markedsværdi af egenkapitalen plus nettorentebærende gæld. Divideret med henholdsvis EBIT og EBITDA for 2024. resultaterne fremgår i modellen herunder:

Selskab	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Netcompany	34,30	23,36	20,35
Columbus A/S	23,34	16,94	7,95
NNIT	1245,00	25,08	7,48
accenture	23,04	17,57	14,33
Capgemini	14,73	13,28	8,46

Figur 21 Sammenligning af peers, Bilag 1

Tabellen viser at Netcompany generelt handles til højere niveau end de udvalgte Peers på alle 3 multipler. P/E for Netcompany som ligger på 34,3 ligger væsentligt over Columbus, Accenture og Capgemini, som befinder sig i et del mindre interval, mens deres EV/EBIT og EV/EBITDA på henholdsvis 23,4 og 20,4 ligeledes er tydeligt højere end de øvrige selskaber. NNITs høje P/E på 1.245 skyldes et meget lavt årsresultat og vurderes derfor ikke som en meningsfuld indikator for normal indtjeningsevne, hvorfor fokus i vurderingen ikke lægges på dem der. (Skat, 2025)

Samlet indikerer multipelanalysen at markedet har prissat Netcompany med en tydelig vækst og kvalitetspræmie i forhold til de valgte virksomheder. Denne præmie kan forklares af højere forventet vækst og lønsomhed, men den understøtter også meget godt den konklusion vi fandt frem til i DCF-analysen. Nemlig at aktien fremstår relativt dyr sammenlignet både med de udvalgte peers men også egen beregnet indre værdi, givet vores forudsætninger i vores analyse.

At både vores fremtidsorienteret model (DCF) og en markedsbaseret sammenligning peger på, at Netcompany er aggressivt prissat, gør det mere sandsynligt at aktien reelt er for dyr i øjeblikket.

Konklusion

Hvilke interne og eksterne faktorer påvirker Netcompanys position på markedet?

Netcompanys position på markedet bliver påvirket af en række interne og eksterne faktorer, som tilsammen bestemmer deres konkurrenceevne. Internt kan Netcompany bruge sin leverancemodel til deres fordel, hvor deres modulbaseret tilgang og faste processer gør det

muligt at levere store IT-projekter effektivt. Denne tilgang, kombineret med en historik af succesfulde offentlige projekter, styrker deres troværdighed og evne til at vinde udbudsprojekter i fremtiden. Samtidigt er Netcompanys forretningsmodel meget afhængig af kvalificeret arbejdskraft, som er deres største force. En væsentlig intern udfordring er også Netcompanys afhængighed af den offentlige sektor, det er med til at give stabilitet, men gør samtidig Netcompany sårbar overfor politiske ændringer. Derudover er de stadig mindre i internationalt øjemed, hvilket begrænser mulighederne for konkurrence i større internationale projekter.

Eksternt påvirkes Netcompany af udviklingen i offentlig digitaliseringspolitikker, hvor politiske beslutninger og investeringer i nye offentlige systemer har en påvirkning på efterspørgslen. Teknologiske trends som kunstig intelligens og automatisering skaber et behov for løbende innovation og kompetenceudvikling, for at de fortsat kan forblive konkurrencedygtige. Konkurrencen er også stor i branchen, især fra store internationale virksomheder med flere ressourcer og global tilstedeværelse.

Hvad er Netcompanys regnskabsmæssige udvikling i de seneste 4 år.

Netcompany har i perioden 2021-2024 gennemgået en markant udvikling fra høj vækst og stærke marginer til et år med driftsmæssigt pres i 2023 og en stabiliserende forbedring i 2024. Perioden indledes med opkøbet af Intrasoftware i 2021, som næsten fordoblede antallet af medarbejdere og lagde an til et strategisk skifte mod en større international vækst, hvilket drev en høj omsætningsvækst og en afkastningsgrad på 10,2% samt overskudsgrad på 19,38%

Fra 2021 til 2023 oplevede virksomheden dog et betydeligt fald i lønsomheden, hvor deres afkastningsgrad faldt til 7,09%, overskudsgrad til 9,52% og deres ROE blev presset af lavere udnyttelsesgrad, stigende lønomkostninger og engangsposter som flytning til nyt hovedkontor og lanceringen af deres nye strategi Go-To-market. Dækningsgraden faldt fra 36,71% til 28,08%, hvilket viser et marginpres fra højere variable omkostninger og færre store projekter. Arbejdskapitalen forbedredes dog gradvist gennem bedre debitorstyring og optimering af igangværende kontrakter, hvilket reducerede deres kapitalbinding.

2024 markerede en stor vending med en omsætningsvækst på 7,6% til 6.541 Mio. Kr., EBITDA-margin på 16,9% og et overskud efter skat på 467,5 Mio. Kr. En stigning på 53,5% fra 2023. Afkastningsgraden steg til 9,73% samtidig med at deres ROE og

omsætningshastighed for debitorer også steg grundet forbedret Cash management. Finansielt forbliver Netcompany en robust virksomhed med høj soliditetsgrad, acceptabel likviditetsgrad over 1,5 og en lavs gældsgrad, hvilket understøtter en fleksibilitet som der skal til for at kunne skabe vækst uden ekstern finansiering.

Sammenlignet med deres Peers KMD og NNIT så fremstår Netcompany som den klart mest balanceret. De har en højere og mere stabil rentabilitet end KMD som har store udsving. Blandt andet en overskudsgrad på -6,28% i 24/25 regnskabet. Og NNITs fald i 2024 til 2,59%. Virksomheden viser også bedre likviditet end NNIT og stærkere drift marginer end begge virksomheder. Samlet viser perioden en moden virksomhed, der har formået at navigere gennem både vækst udfordringer og integration, de står stærkt positionsmæssigt i forhold til deres Peers. Derudover står de med en forbedret effektivitet og en finansiell robusthed som danner grundlag for en fremtidig vækst.

Er den børsnoteret aktie over- eller undervurderet i forhold til den teoretiske værdi.

På Baggrund af vores gennemførte DCF-værdiansættelse, følsomhedsanalyse og multipelanalyse vurderes Netcompany aktien at være overvurderet i forhold til den teoretiske værdi, der fremkommer af denne opgaves forudsætninger. Den diskonterede cash-flow model er opbygget med en budgetperiode fra 2025 til 2029, hvor omsætningsvæksten, EBIT-margin, investeringer og udvikling i arbejdskapitalen er fastsat på baggrund af regnskabsanalysen og virksomhedens strategiske position. De frie pengestrømme er diskonteret med en WACC på 7,78%, som er estimeret ved hjælp af CAPM-baseret omkostning til egenkapital og kreditpræmie baseret omkostning til fremmedkapital efter skat og en kapitalstruktur opgjort til markedsværdi. Terminalværdien er beregnet med Gordons vækstmodel under antagelse af en langsigtet vækstrate på 2,5%, og både nutidsværdien af den valgte forecast periode og terminalperioden summerer til en enterprise value, som efter fradrag af nettorentebærende gæld omregning til kurs pr. Aktie ligger væsentligt under den aktuelle børskurs på værdiansættelsestidspunktet. Dette peger på at markedet prissætter Netcompany højere, end hvad de fremskrevne pengestrømme kan bære under de anvendte forudsætninger

Følsomhedsanalysen understøtter denne konklusion ved at belyse hvor robust resultatet er over for ændringer i de vigtigste input. Når vores WACC ændres i intervallet 6,8% til 8,8% og vores terminalvækst mellem 1,5% og 3% ændre både enterprise value og den teoretiske kurs

sig en del. Dette viser at modellen er meget følsom over for afkastkravet og de langsigtede vækstforventninger der er. Selv i de relativt optimistiske kombinationer med lav WACC og høj terminalvækst kommer den teoretiske kurs kun lige over den aktuelle dagskurs, mens en mere forsigtig tilgang med højere WACC og lavere vækst meget hurtigt for reduceret den teoretiske kurs markant. En supplerende følsomhedsanalyse på salgsvækst i budgetperioden viser samme mønster. Ved højere vækst løfter værdien sig, men der skal ret aggressive forudsætninger til før aktien fremstår som klart undervurderet. Samlet illustrere disse følsomhedsanalyser at konklusionen om en overvurdering ikke kun ligger på et enkelt sæt antagelser, men stadig består så længe vi stadig ligger indenfor et rimeligt spænd af realistiske forudsætninger.

Multipelanalysen giver et uafhængigt perspektiv på markedet og peger også i den samme retning som vores konklusion. På baggrund af en gruppe Peers bestående af Columbus A/S, NNIT, Accenture og Capgemini har vi beregnet P/E, EV/EBIT og EV/EBITDA-multipler for både dem og Netcompany. Netcompanys P/E ligger på 34 og EV/EBIT ligger på 23 hvilket er klart over niveau for Columbus, Accenture og Capgemini, der befinder sig i et mindre interval på 15-13 for P/E og 13-18 for EV/EBIT. Netcompanys EV/EBITDA ligger på 20 hvilket også er væsentligt over deres Peers. Det samlede billede her er at marked betaler en del større præmie for Netcompanys indtjening og driftsresultat i forhold til andre IT-konsulenthuse, hvilken kun kan forsvares, hvis man antager en væsentligt højere langsigtet vækst og lønsomhed end der er lagt til grund i denne opgave.

Når både en indkomstbaseret metode som DCF og en markedsbaseret som Multipelanalysen uafhængigt af hinanden indikerer, at Netcompany handles til et højt niveau relativt til både de forventede pengestrømme og prisfastsættelsen af sammenlignelige selskaber, styrker det en samlede vurdering af at aktien fremstår overvurderet i forhold til den teoretiske værdi. DCF-modellen viser, at selv med forholdsvis konservative og fagligt begrundede forudsætninger om vækst, marginer og afkastkrav, kan den nuværende kurs ikke forklares. Multipelanalysen bekræfter at aktien også målt på simple nøgletal handles med en betydelig vækstpræmie. Forskellen mellem den beregnede indre værdi og markedsprisen kan således primært tilskrives at markedet enten inddrager lavere risiko eller mere optimistiske forventninger. De optimistiske forventninger kan dog til dels forsvares, når vi kigger i vores sammenligning af Peers i nøgletalsanalysen. Der viser Netcompany sig som en af de stærkeste spillere på

markedet, men vores forudsætninger er dog også sat ud fra at virksomheden er i stærk position og i en moden vækstfase.

På den baggrund konkluderes det, at netcompany-aktien, givet de opstillede forudsætninger og analyser, vurderes overvurderet i forhold til den teoretiske værdi. Den aktuelle Aktie på 337,6 ligger 40,2 Kr. Over den teoretiske aktiekurs vi er kommet frem til på 297,18 kr.

Det er dog med det forbehold enhver værdiansættelse er følsom over for ændringer i de centrale input, og derfor skal dette opfattes som et kvalificeret skøn og ikke et facit.

Hvordan sammenligner Netcompany sig, med sine konkurrenter på markedet.

Netcompany fremstår som en stærk aktør på den danske og nordiske IT-konsulentmarked gennem sin forretningsmodel omkring specialiseret konsulenttydelser og genanvendelige software platforme, hvilket differentierer dem fra konkurrenterne med øget leveringshastighed og leveringssikkerhed. Sammenlignet med deres danske peers NNIT og KMD oplever Netcompany høj vækst indenfor den offentlige sektor og komplekse projekter i den private sektor. De står dog også med høje personale omkostninger og et pres på det danske arbejdsmarked.

Regnskabsmæssigt har Netcompany oplevet en høj vækst i deres omsætning, hvilket betyder de tager mere og mere arbejde ind. I forhold til nogle af de store globale konkurrenter kan de ikke følge med, og mangler international tilstedeværelse. Det kan de god kompensere for, men ekspertviden og langsigtet kunderelationer.

Samlet set er Netcompany et af de højst ansete IT-konsulenthuse i Danmark, som både har gode relationer til det offentlige og store private kunder. De har en robust, vidensintensiv forretningsmodel der er bygget op over mange år.

Konklusion opsummeret

Samlet set viser opgaven at Netcompanys aktiekurs vurderes som overvurderet i forhold til den teoretisk beregnet værdi baseret på en DCF-analyse med konservative, men også realistiske forudsætninger og en multipelanalyse i sammenligning med relevante Peers. Regnskabsanalysen for 2021 til 2024 viser en virksomhed, der har oplevet betydelig vækst og en stabil men udfordret rentabilitet, mens interne faktorer som leverancemodellen og

afhængighed af den offentlige sektor samt eksterne faktorer som EUs digitaliseringsindsats og den globale teknologiske udvikling spiller væsentlige roller for virksomhedens markedsposition og fremtidige vækstpotentiale. Disse forhold gør, at aktien prisfastsættes højt i markedet, men at investorer bør være opmærksomme på risici omkring marginpres og konkurrencesituation. Dermed giver opgaven et samlet nuanceret billede af Netcompanys værdi og position i markedet.

Perspektivering

Netcompanys fremtidige værdiansættelse vil i stor grad afhænge af om virksomheden formår at udnytte den store teknologiske og markedsmæssige udvikling der er i Europa. Som tidligere nævnte kilder Mckinsey og Morder intelligence påviser, så er der en fremtid med betydelige investeringer for de markeder som Netcompany befinder sig på. Disse rammebetingelser skaber et organisk vækstmiljø for IT-konsulentvirksomheder med specialiseret ekspertise i den offentlige digitalisering, hvilket Netcompany blandt andet har styrket i 2021 med opkøbet af Intrasoft og derfor rettet fokus mod det europæiske marked.

Samtidig er der også en risiko for at der er mangel på digitale kompetencer. Stigende medarbejderomkostninger og en endnu større konkurrence på markederne. Dette kan godt gå hen og presse virksomhedernes marginer og likviditet, sådan som vi så i regnskabsanalysen at det skete for Netcompany i perioden 2021-2023. Markedet nuværende høje værdiansættelse viser en klar optimistisk forventning om at Netcompany kan overvinde disse udfordringer og realisere en langvarig vækst og lønsomhed. Dette indebærer dog at virksomheden skal levere på sine ambitiøse budgetter og vækstscenarier.

For at fastholde en stærke position de har i markedet, kræver det virksomheden fortsat har en innovativ tilgang til deres investeringer. Det kræver også en løbende talentudvikling af medarbejderne samt ekspansion på det Europæiske marked. Det vigtigt at investorer følger virksomhedens evne til at kunne eksekvere effektivt under et skiftende reguleringslandsskab, stigende energipriser og potentielle geopolitiske usikkerheder. Værdiansættelsen burde derfor jævnligt revurderes løbende i takt med de interne resultater og udefrakommende udviklinger.

Samlet set understreger perspektiveringen at Virksomheden er i en spændende og lovende sektor med stort potentiale for vækst, men også trusler for udefrakommende væsentlige udfordringer som balancer risiko og afkast i aktieværdien dette gør løbende kritik analyse af

regnskaber og markedsforhold vigtige for at forstå aktiens reelle værdi og langsigtede potentiale.

Referencer

Børsen - aktier2025a, .

Wikipedia2025b, .

Capgemini årsrapport2024a, .

Accenture årsrapport2024b, .

Columbus A/S Årsrapport2024c, .

Netcompany to acquire Intrasoft international2021, .

Virksomhedskøber.dk - DCF-metodena, .

NNIT årsrapport 2024 b, .

Bringing Digital Transformation to Life c, .

Årsrapport KMD 24-25 d, .

Årsrapport KMD 23-22 e, .

Netcompany Annual Report 2024 f, .

BLS Invest 2025, Maj-last update, *Netcompany*.

corporate finance institute 2023, "PP&E (Property, Plant and Equipment)", .

Danmarks natioanlbank 2025, "Åbning af ny 10-årig benchmark statsobligation den 5. februar 2025", .

Danmarks statistik 2025, 10 November-last update, *State of digital development and infrastructure*.

Available: <https://www.dst.dk/en/Statistik/temaer/digitalisering>.

Digitaliseringsstyrelsen 2022, "DIGITALISERING,

DER LØFTER

SAMFUNDET", .

Erhvervshus Hovedstaden "7 gode økonomiske nøgletal: Sådan anvender du dem", .

EU kommissionen 2025, 1 juli-last update, *NIS2 Directive: securing network and information systems*.

Available: https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/nis2-directive?utm_source.

Frederik Askov Storm - Hvad er WACC 2021, "Hvad er WACC", .

inderes 2025, "Correction: Netcompany releases long-term targets", .

investopedia "Investment Grade Credit Rating: What Does It Mean?", .

Ken L. Bechmann - CBS 2022, "Markedsrisikopræmien", .

KMD 2025, "KMD. Indsigter: artikler kundecases & analyser", .

McKinsey & Company 2025, "Technology, media, and telecom in Europe: The new growth engine or another decade of missing out?", .

Mette Johansen 2024, December-last update, *Dcf*.

MFN 2024, "Netcompany - Interim report for the 12 months ended 31 December 2023 and Annual Report 2023", .

mordor intelligence 2024, "Europe Digital Transformation Market Size & Share Analysis - Growth Trends And Forecast (2025 - 2030)", .

Netcompany 2025a, November-last update, *Making daily life easier for 667 million EU citizens*. Available: <https://netcompany.com/making-daily-life-easier-for-667-million-citizens/>.

Netcompany 2025b, 15 November-last update, *Sustainability, Building strong, sustainable societies*. Available: <https://netcompany.com/sustainability/>.

Netcompany 2025c, 29 oktober-last update, *Data creates transparency and helps schools perform*. Available: <https://netcompany.com/national-agency-for-it-and-learning/>.

Netcompany 2018, *Netcompany Group Offering Circular*.

Netcompany A/S 2025a, "Netcompany Cases", .

Netcompany A/S 2025b, 6. oktober-last update, *Netcompany A/S*. Available: <https://netcompany.com/>.

Netcompany Årsrapport 2024, "Netcompanys Årsrapport", .

NNIT 2025, 26 November-last update, *NNIT: Indsigt*. Available: <https://www.nnit.com/da/indsigt?type=1208#insights-results>.

npinvestor.dk "Hvad er DCF-modellen?", .

Panorama Invest 2024, *En introduktion til vores investering i Netcompany*.

Prosa 2021, "It-branchen tilbage på sporet", .

Rasmussen, Peter & PK Medier 2024, 3 oktober-last update, *Porters Five Forces dansk eksempel - Udform brancheanalyse*. Available: <https://pkmedier.dk/porters-five-forces/>.

Selskabsskat for ApS og A/S "Selskabsskat for ApS og A/S", .

Skat 2025, "C.J.3.2.2 Indtjeningsmultiple", .

Skat.dk 2025, November-last update, *4.1 DCF-modellen*. Available: <https://4.1 DCF-modellen>.

Skattestyrelsen "4.1 DCF-modellen", .

Stadsrevisionen 2024, 13 september-last update, *Business model canvas skabelon*. Available: https://stadsrevisionen.dk/blog/support/business-model-canvas-skabelon/#elementor-toc__heading-anchor-9.

Søren bjerre Nielsen, C. 2022, "En praktikers tanker om terminalværdi i DCF-værdiansættelser", .

tax.dk Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger "C.J.3.1.2 Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)", .

Trine Roslev & Dinero 2024, 17 maj-last update, *PESTEL-analyse – Få indblik i det omkringliggende marked*. Available: <https://dinero.dk/tips/pestel-analyse/>.

Yahoo Finance 2025, "Netcompany Group A/S Statestik", .

Bilag

Bilag 1, Netcompany

Resultatopgørelse	2024	2023	2022	2021
Revenue	6540,6	6078,4	5544,646	3631,971
Cost of Service	-4634,4	-4375,5	-3772,17	-2298,69
Gross profit	1906,2	1702,9	1772,472	1333,284
Sales and marketings costs	-52,9	-54,7	-41,008	-36,715
Administrative costs	-943,4	-935,5	-763,881	-503,399
Adjusted Ebita	909,9	712,7	967,583	793,17
Special Items	-2,7	-0,05	0,005	-37,729
Other operatoing income / expense	-5,4	0	5,903	-0,184
EBITA	901,8	712,65	973,491	755,257
Amortisation	-116,3	-134,2	-134,073	-51,424
EBIT	785,5	578,45	839,418	703,833
Net financials	-145	-138	-70	-33,389

Fair value adjustment of contingent consideration	0	0	-7,9	78,906
Income / loss from Investment in joint venture	-10,8	-7,9	-5,9	-21,732
Income / loss from investment in associates	-5,6	0,2	0,8	0
Profit before Tax	624,1	432,75	756,418	727,618
Tax	-156,5	-128,2	-153,8	-153,316
Profit	467,6	304,55	602,618	574,302

Aktiver	2024	2023	2022	2021
Goodwill	3252	3252	3372,453	3372,453
Other intangible assets	456,7	481,1	507,41	523,746
Intangible assets	3708,7	3733,1	3879,863	3896,199
Investment properties	2,5	2,5	2,477	2,477
Other tangible assets	894,4	944,4	329,68	314,418
Tangible assets	896,9	946,9	332,157	316,895
Investments in joint venture	78,6	89,5	97,36	103,233
Investments in associates	109	114,6	8,001	7,211
Other securitites and investments	1,3	1,1	1,324	2,102
Other receivables	72,5	54,5	54,932	26,225
Deferred tax assets	46,5	41,8	32,742	17,391
Financial assets	307,9	301,5	194,359	156,162
Non-current assets	4913,5	4981,5	4406,379	4369,256
Trade receivables	1282,6	1261,8	1111,945	1031,88
Receivables from joint venture	6	8,1	9,984	7,311
Receivables from associates	10,8	12,7	16,369	16,369
Contract work in progress	1366	1263,8	1114,527	1019,974
Other receivables	111	61,8	38,276	39,557
Prepayments	113,2	122	124,41	74,9
Tax receivable	18,3	0	35,964	0
Receivables	2907,9	2730,2	2451,475	2189,991
Cash	250,9	448,1	336,048	458,779
Current assets	3158,8	3178,3	2787,523	2648,77
Assets classified as held for sale	0	0	0	3,123
Assets	8072,3	8159,8	7193,902	7021,149

Passiver	2024	2023	2022	2021
Share capital	50	50	50	50
Treasury shares	-884,1	-193,1	-313,287	-241,409
Share-based remuneration	90,1	67,2	54,226	70,177
Exchange rate adjustments on translating subsidiaries	10,2	5,2	-1,635	6,584
Retained earnings	4350,1	3892,7	3730,977	3145,769
Other reserves	-0,9	1,5	0,41	0
Equity attributable to Netcompany Group A/S	3615,4	3823,5	3520,691	3031,121

Non-controlling interests	0	6,5	6	6,796
Equity	3615,4	3830	3526,871	3037,917
Borrowings	1573,9	1586,9	1872,372	2275,788
Pension obligations	23,7	19	13,772	18,198
Lease liability	707	761,8	180,514	147,979
Other payables	0	0	0	94,498
Deferred tax liability	44,7	69	110,992	134,255
Non-current liabilities	2349,3	2436,7	2177,65	2670,718
Borrowings	37,3	146,9	47,314	74,497
Pension obligations	1,7	1,7	5,829	0
Lease liability	146,2	114,7	85,42	98,645
Prebilled invoices	828,7	561,3	433,489	350,88
Trade payables	343,1	340	265,196	328,496
Other payables	717,1	670,9	640,582	446,006
Provisions	2,1	16,7	11,55	8,839
Income tax payable	31,4	40,9	0	5,15
Current liabilities	2107,6	1893,1	1489,38	1312,513
Liabilities	4456,9	4329,8	3667,03	3983,231
Equity and liabilities	8072,3	8159,8	7193,901	7021,148

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	2021	2022	2023	2024
Omsætning	3.631,97	5.544,65	6.078,40	6.540,60
Produktionsomkostninger	- 2.298,69	- 3.772,17	- 4.375,50	- 4.634,40
Distributionsomkostninger	- 36,72	- 41,01	- 54,70	- 52,90
Administrationsomkostninger	- 503,40	- 763,88	- 935,50	- 943,40
Andre driftsudgifter	- 37,91	- 5,91	- 0,05	- 8,10
afskrivninger	- 51,42	- 134,07	- 134,20	- 116,30
finanseringsomkostninger	23,79	- 83,00	- 145,70	- 161,40
resultat før skat	727,62	756,42	432,75	624,10
Skat	- 153,32	- 153,80	- 128,20	- 156,50
resultat efter skat	574,30	602,62	304,55	467,60

Balance (mio. kr)	2021	2022	2023	2024
Immaterielle aktiver	3.896,20	3.879,86	3.733,10	3.708,70
Materielle aktiver	316,90	332,16	946,90	896,90

Finansielle aktiver	156,16	194,36	301,50	307,90
anlægsaktiver	4.369,26	4.406,38	4.981,50	4.913,50
Tilgodehavender	2.189,99	2.451,48	2.730,20	2.907,90
Likvider	461,90	336,05	448,10	250,90
Omsætningsaktiver	2.651,89	2.787,52	3.178,30	3.158,80
Aktiver i alt	7.021,15	7.193,90	8.159,80	8.072,30
Egenkapital	3.037,92	3.526,87	3.830,00	3.615,40
Lån	2.275,79	1.872,37	1.586,90	1.573,90
Pension og langfristede forpl.	394,93	305,28	849,80	775,40
Langfristede forpligtelser	2.670,72	2.177,65	2.436,70	2.349,30
Lån og leasing	173,14	138,56	263,30	185,20
leverandører & andre payables	774,50	905,78	1.010,90	1.060,20
forudfakturerede indtægter	350,88	433,49	561,30	828,70
skat og afsættelser	13,99	11,55	57,60	33,50
kortfristede forpligtelser	1.312,51	1.489,38	1.893,10	2.107,60
Passiver i alt	7.021,15	7.193,90	8.159,80	8.072,30

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	2021,00	2022,00	2023,00	2024,00
Omsætning	3631,97	5544,65	6078,40	6540,60
Produktionsomkostninger	-2298,69	-3772,17	-4375,50	-4634,40
Bruttoresultat (gross profit)	1333,28	1772,47	1702,90	1906,20
Distributionsomkostninger	-36,72	-41,01	-54,70	-52,90
Administrationsomkostninger	-503,40	-763,88	-935,50	-943,40
Andre driftsudgifter	-37,91	5,91	-0,05	-8,10
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	755,26	973,49	712,65	901,80
Afskrivninger	-51,42	-134,07	-134,20	-116,30
Resultat før renter (EBIT)	703,83	839,42	578,45	785,50
finanseringsomkostninger	23,79	-83,00	-145,70	-161,40
Resultat før skat (EBT)	727,62	756,42	432,75	624,10
Skat	-153,32	-153,80	-128,20	-156,50
Resultat efter Skat (EAT)	574,30	602,62	304,55	467,60

Arbejdskapital	2021	2022	2023	2024
WCR	1.339,38	1.298,14	1.285,20	1.051,20
Ændring WCR		- 41,24	- 12,94	- 234,00

Afskrivningsporcent	2021	2022	2023	2024
	1,42%	2,42%	2,21%	1,78%
Nøgletalsanalyse	2021	2022	2023	2024
Afkastningsgrad	10,02	11,67	7,09	9,73
Overskudsgrad	19,38	15,14	9,52	12,01
Egenkapitalens forrentning	18,90	17,09	7,95	12,93
Debitor Omsætningshastighed		1,06	1,45	1,45
Dækningsgrad	36,71	31,97	28,02	29,14
soliditetsgrad	43,27	49,03	46,94	44,79
likviditetsgrad	2,02	1,87	1,68	1,50
gældsgrad	1,31	1,04	1,13	1,23
Aktivernes omsætningshastighed		0,78	0,79	0,81

Managerial balance sheet:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
Likvider	461,90	336,05	448,10	250,90
WCR	1.064,61	1.112,21	1.158,00	1.019,00
Anlægsaktiver	4.369,26	4.406,38	4.981,50	4.913,50
Invested Capital	5.895,77	5.854,64	6.587,60	6.183,40
Kortfristet rentebærende gæld	187,13	150,11	320,90	218,70
Langfristet renteværende gæld	2.670,72	2.177,65	2.436,70	2.349,30
Egenkapital	3.037,92	3.526,87	3.830,00	3.615,40
Capital employed	5.895,77	5.854,63	6.587,60	6.183,40

Resultatopgørelse til analyse:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
Omsætning	3.631,97	5.544,65	6.078,40	6.540,60
COGS	- 2.298,69	- 3.772,17	- 4.375,50	- 4.634,40
-COGS i % af oms	63%	68%	72%	71%
Salg og admin omk	- 578,03	- 798,98	- 990,25	- 1.004,40
-Salg&adm i % af oms	16%	14%	16%	15%

EBITDA	755,26	973,49	712,65	901,80
Afskr. -	51,42	- 134,07	- 134,20	- 116,30
EBIT	703,83	839,42	578,45	785,50
Renter	23,79	- 83,00	- 145,70	- 161,40
EBT	727,62	756,42	432,75	624,10
Skat -	153,32	- 153,80	- 128,20	- 156,50
Resultat efter skat (EAT)	574,30	602,62	304,55	467,60

Profitabilitetsnøgletal:	Baseret på gns			
	2021	2022	2023	2024
ROE		18,4%	8,3%	12,6%
ROCE		14,3%	8,8%	12,7%
-EBIT%		15,1%	9,5%	12,0%
-Capital turnover		94,4%	97,7%	102,4%
Financial leverage multiplier		161,3%	126,5%	136,3%
-Financial cost ratio		90,1%	74,8%	79,5%
-Financial structure ratio		179,0%	169,1%	171,5%
Tax effect ratio		79,7%	70,4%	74,9%
		14%	9%	12%

Profitabilitetsnøgletal:	baseret på ultimo.			
	2021	2022	2023	2024
ROE		17,09%	7,95%	12,93%
ROCE		14,34%	8,78%	12,70%
-EBIT%		15,14%	9,52%	12,01%
-Capital turnover		0,95	0,92	1,06
Financial leverage multiplier		1,50	1,29	1,36
-Financial cost ratio		0,90	0,75	0,79
-Financial structure ratio		1,66	1,72	1,71
Tax effect ratio		0,80	0,70	0,75

Frit cash flow:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
EBIT*(1-tax)		668,7	407,1	588,5
+depreciations		134,1	134,2	116,3
-ændring i WCR		47,6	45,8	-139,0
-Capex		171,2	709,3	48,3
=free cash flow		584,0	-213,8	795,5

Selskab	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Netcompany	34,30	23,36	20,35
Columbus A/S	23,34	16,94	7,95
NNIT	1245,00	25,08	7,48
accenture	23,04	17,57	14,33
Capgemini	14,73	13,28	8,46

December 2025

Værdiansættelse af
NetcompanyNikolaj Skjeldmose Andersen
Mikkel Green Freund[81343c13-d81b-4492-](#)[9aa5-fccdaee524ed](#)[nnit_reporting_annual2024.pdf](#)

Columbus

NNIT

aktiekurs	9,82	49,8
årets resultat	54.381.000,00	1.000.000,00
antal aktier	129.276.264,00	25.000.000,00
EPS	0,420657268	0,04
P/E	23,34	1245,00

Aktiekurs	9,82	49,80
antal aktier	129.276.264,00	25.000.000,00
Markedsværdi af egenkapital	1.269.492.912,48	1.245.000.000,00
Rentebærende gæld	25.869.000,00	117.000.000,00
likvider	79.223.000,00	158.000.000,00
Nettorenteværende gæld	- 53.354.000,00 -	41.000.000,00
Enterprise value	1.216.138.912,48	1.204.000.000,00
EBIT	71.801.000,00	48.000.000,00
EV/EBIT	16,94	25,08
EBITDA	153.000.000,00	161.000.000,00
EV/EBITDA	7,95	7,48

accenture

Capgemini

Netcompany

aktiekurs	266,59	144,5	337,6
årets resultat	7.319.000.000,00	1.671.000.000,00	467.500.000,00
antal aktier	632435100	170302409	47.500.000,00
EPS	11,57272896	9,811957504	9,842105263
P/E	23,04	14,73	34,30

Aktiekurs	266,59	144,50	337,60
antal aktier	632435100	170.302.409,00	47.500.000,00
Markedsværdi af egenkapital	168.600.873.309,00	24.608.698.100,50	16.036.000.000,00
Rentebærende gæld	1.672.431,00	8.243.714.000,00	2.568.000.000,00
likvider	5.004.469,00	1.564.421.000,00	250.900.000,00
Nettorenteværende gæld	- 3.332.038,00	6.679.293.000,00	2.317.100.000,00
Enterprise value	168.597.541.271,00	31.287.991.100,50	18.353.100.000,00
EBIT	9.595.847.000,00	2.356.000.000,00	785.500.000,00
EV/EBIT	17,57	13,28	23,36
EBITDA	11.763.000.000,00	3.700.000.000,00	901.800.000,00

EV/EBITDA		14,33	8,46	20,35
WAAC / terminal værdi	1,50%		2,50%	3%
6,80%	14.767,09	17.972,73		20.208,24
7,78%	12.011,12	14.116,02		15.498,74
8,80%	9.933,13	11.380,93		12.292,04
47,50				
WAAC / terminal værdi	1,50%	2,50%	3%	
6,80%	310,89 kr.	378,37 kr.	425,44 kr.	
7,78%	252,87 kr.	297,18 kr.	326,29 kr.	
8,80%	209,12 kr.	239,60 kr.	258,78 kr.	

antal aktier

Salgsvækst	Aktiekurs
5%	227,86 kr.
7%	297,18 kr.
9%	372,22 kr.

					2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Omsætningsvækst					7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Vareforbrug (COGS) i % af oms.					69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%	69,0%
Aflæg vækst (Salgs- og adm. omk.)					4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Arbejdskapital (WCR) i % af omsætning					16,0%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Afskrivninger (mio. kr.)					140,0	143,8	160,3	257,2	275,2	294,5	420,1	449,5	491,0	514,7
Investeringer (mio. Kr.)					260,0	270,4	281,2	232,5	304,2	376,3	323,0	342,1	355,8	370,1
WACC					22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Terminalvækst		7,78% 2,50%												
mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Oms.	3.631,97	5.544,65	6.078,40	6.540,60	6.936,44	7.488,33	8.012,52	8.573,39	9.173,53	9.815,7	10.502,8	11.238,0	12.024,6	12.866,4
COGS	2.296,69	3.772,17	4.375,50	4.634,40	4.828,92	5.166,95	5.528,64	5.956,64	6.329,74	6.772,8	7.246,9	7.754,2	8.297,0	8.877,8
Salgs- og adm. omk.	578,03	798,98	990,25	1.004,40	1.044,58	1.086,36	1.129,81	1.175,01	1.233,76	1.295,4	1.373,2	1.455,6	1.542,9	1.635,5
EBITDA	114,74	297,67	350,30	345,40	1.124,94	1.235,62	1.554,07	1.482,75	1.610,04	1.747,4	1.862,7	2.002,2	2.194,7	2.353,1
Salgs	514,2	134,07	134,20	134,30	133,97	143,77	160,25	257,20	275,21	294,5	420,1	449,5	491,0	514,7
EBIT	63,32	163,60	145,70	223,10	984,97	1.085,26	1.193,82	1.225,54	1.334,83	1.452,9	1.462,6	1.578,7	1.703,8	1.838,4
Interest	- 23,79	83,00	216,10	161,40										
EBT	67,1	80,6	70,4	67,7										
afkast	153,316	153,8	128,2	156,5										
EAT	-66,216	-73,2	-57,8	-88,8										
mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029					
EBIT (H+av)					768,3	846,5	931,2	953,9	1.041,2	1.133,3	1.140,8	1.231,4	1.328,9	1.434,0
afskrivninger					140,0	143,8	160,3	257,2	275,2	294,5	420,1	449,5	491,0	514,7
WCR	1.339,4	1.236,1	1.285,2	1.051,2	1.119,8	1.160,7	1.201,9	1.286,0	1.376,0	1.472,4	1.575,4	1.685,7	1.803,7	1.930,0
=Delta WCR					68,6	60,3	41,2	64,1	90,0	96,3	103,1	110,3	118,0	126,3
= Investeringer					260,0	270,4	281,2	232,5	304,2	376,3	323,0	342,1	355,8	370,1
Free cash flow					573,7	684,3	769,0	636,5	822,2	1.076,1	1.198,3	1.226,5	1.336,1	1.452,3
										13.225,68	21.380,20	23.266,59	25.304,68	27.506,11
Nutidsværdi - explicit forecast periode (2025-2029)		2.935,7		(2021-2030)	2.935,7									
Nutidsværdi af terminalværdi		13.216,8		tv 2031	13.216,8									
Enterprise value		16.214,4		enterprise value	16.214,4									
=cash		250,3			250,3									
=gæld		2.343,3			2.343,3									
Equity value		14.116,0			14.116,0	Det er explicit angivet at værdien skal være pr. ultimo 2024.								
Udria EBITDA-multiplet														
EV/EBITDA-multipel	15													
Ek=EV+cash-gæld														
EV	13527													
=cash	0													
=Gæld	89,9													
Ek=	13437,1													
Udria PIE:														
PIE	32,18													
Ek værdi=	15047,368													

Bilag 2, KMD

Resultatopgørelse	24/25	23/24	22/23	22/21
Revenue	3.202.297	3.227.898	4087587	4294804
Other operating income	21.718	1.238	83780	750
			-	-
External expenses	-2.129.806	-1.681.838	2596826	2653196
Gross profit	1094209	1547298	1574541	1642358

		-	-		
Staff expenses	-1.185.345	-1.274.836	1321099	1411233	
Depreciation, amortisation expense and impairment losses	-185.962	-186.507	-190014	-186741	
Adjusted Ebita	-277098	85955	63428	44384	
Income from investments in group enterprises	203.059	18.928	11496	37248	
Financial income	32.048	37.317	21954	18285	
Other operating income / expense	-137.501	-128.417	-45504	-34632	
EBITA	-179492	13783	51374	65285	
Amortisation					
EBIT	-179492	13783	51374	65285	
Net financials					
Fair value adjustment of contingent consideration					
Income / loss from Investment in joint venture					
Income / loss from investment in associates					
Profit before Tax	-179492	13783	51374	65285	
Tax	66.291	-1.872	-6639	-11359	
Profit	-113201	11911	44735	53926	

Aktiver	24/25	23/24	22/23	22/21
Completed development projects	306.540	365.381	436113	403105
Software	139	173	806	2634
Goodwill	16.341	35919	60923	86225
Development projects in progress	372.453	255725	114218	149356
Intangible assets	695.473	657.198	612060	641320
Land and buildings	41.576	42621	43878	45136
Plant and machinery	0	140	265	527
Fixtures, fittings, tools and equipment	42.052	18256	17995	19633
Inventory	2.001	2576	2523	6163
Leasehold improvements	55.854	58706	58389	44890
Tangible assets	141483	122299	123050	116349
Investments in group enterprises	1.437.781	1437781	1437781	1437781
Deposits	33.539	31666	44038	39231
Financial assets	1471320	1469447	1481819	1477012
Non-current assets	2308276	2248944	2216929	2234681
Short-term trade receivables	349095	444032	309561	423888
Contract work in progress	205396	320296	357157	342966
Short-term receivables from group enterprise	259475	266944	255540	288946
Short-term tax receivables from group enterprise	7669	16797	2660	2781
Other short-term receivables	27182	31992	32409	35851
Prepaid cost	730592	450401	483524	485423
Receivables	1579409	1530462	1440851	1579855
Cash	166901	148426	80271	172739
Current assets	1746310	1678888	1521122	1752594

Assets classified as held for sale	0	0	0	0
Assets	4054586	3927832	3738051	3987275
Passiver	24/25	23/24	22/23	22/21
Share capital	240000	240000	240000	240000
Reserve for development costs	529615	484462	428317	421544
Retained earnings	713023	868370	935575	923521
Proposed dividend	0	28000	28000	28000
Equity	1482638	1620832	1631892	1613065
Payables to group enterprises	0	2600	7800	13000
Trade payables	0	0	13805	86570
Other payables	145816	143575	151962	155590
Non-current liabilities	145816	146175	173567	255160
Short-term part of long-term liabilities other than provisions	0		0	8568
Short-term part of long-term liabilities other group enterprises	2600	5200	5200	5200
Prepayments recieved from customers	35148	56634	2224	14116
Prepayments recieved from work in progress	0	0	54618	44486
Trade payables	576332	666033	725330	903779
Payables to group enterprises	1024859	934776	704723	604552
Other payables	180682	248034	237774	264933
Provisions	524266	169384	159916	187540
Deferred income	82245	80764	42807	85876
Current liabilities	2426132	2160825	1932592	2119050
Liabilities	2571948	2307000	2106159	2374210
Equity and liabilities	4054586	3927832	3738051	3987275

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	22/21	22/23	23/24	24/25
Omsætning	4.294.804,00	4.087.587,00	3.227.898,00	3.202.297,00
Produktionsomkostninger	- 2.653.196,00	- 2.596.826,00	- 1.681.838,00	- 2.129.806,00
Distributionsomkostninger	- 1.411.233,00	- 1.321.099,00	- 1.274.836,00	- 1.185.345,00
Administrationsomkostninger	- 186.741,00	- 190.014,00	- 186.507,00	- 185.962,00
Andre driftsudgifter	20.901,00	12.054,00	72.172,00	97.606,00
afskrivninger	-	-	-	-
finanseringsomkostninger	-	-	-	-
resultat før skat	64.535,00	32.406,00	12.545,00	- 201.210,00
Skat	- 11.359,00	- 6.639,00	- 1.872,00	66.291,00
resultat efter skat	53.176,00	39.045,00	10.673,00	- 134.919,00

Balance (mio. kr)	22/21	22/23	23/24	24/25
Immaterielle aktiver	235.581,00	175.141,00	291.644,00	388.794,00
Materielle aktiver	90.026,00	102.267,00	101.327,00	97.430,00
Finansielle aktiver	1.477.012,00	1.481.819,00	1.469.447,00	1.471.320,00
anlægsaktiver	1.802.619,00	1.759.227,00	1.862.418,00	1.957.544,00
Tilgodehavender	1.579.855,00	1.440.851,00	1.530.462,00	1.579.409,00
Likvider	172.739,00	80.271,00	148.426,00	166.901,00
Omsætningsaktiver	1.752.594,00	1.521.122,00	1.678.888,00	1.746.310,00
Aktiver i alt	3.555.213,00	3.280.349,00	3.541.306,00	3.703.854,00
Egenkapital	1.613.065,00	1.631.892,00	1.620.832,00	1.482.638,00
Lån	13.000,00	7.800,00	2.600,00	-
Pension og langfristede forpl.	242.160,00	165.767,00	143.575,00	145.816,00
Langfristede forpligtelser	255.160,00	173.567,00	146.175,00	145.816,00
Lån og leasing	22.684,00	7.424,00	61.834,00	37.748,00
leverandører & andre payables	1.168.712,00	963.104,00	914.067,00	757.014,00
forudfakturerede indtægter	44.486,00	54.618,00	-	-
skat og afsættelser	273.416,00	202.723,00	250.148,00	606.511,00
kortfristede forpligtelser	1.509.298,00	1.227.869,00	1.226.049,00	1.401.273,00
Passiver i alt	3.377.523,00	3.033.328,00	2.993.056,00	3.029.727,00

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	22/21	22/23	23/24	24/25
Omsætning	4294804,00	4087587,00	3227898,00	3202297,00
Produktionsomkostninger	-	-	-	-
	2653196,00	2596826,00	1681838,00	2129806,00
Bruttoresultat (gross profiti)	1641608,00	1490761,00	1546060,00	1072491,00
Distributionsomkostninger	-	-	-	-
	1411233,00	1321099,00	1274836,00	1185345,00
Administrationsomkostninger	-186741,00	-190014,00	-186507,00	-185962,00
Andre driftsudgifter	20901,00	-12054,00	-72172,00	97606,00
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	64535,00	-32406,00	12545,00	-201210,00
Afskrivninger	0,00	0,00	0,00	0,00

Resultat før renter (EBIT)	64535,00	-32406,00	12545,00	-201210,00
finanseringsomkostninger	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat før skat (EBT)	64535,00	-32406,00	12545,00	-201210,00
Skat	-11359,00	-6639,00	-1872,00	66291,00
Resultat efter Skat (EAT)	53176,00	-39045,00	10673,00	-134919,00

Nøgletalsanalyse	22/21	22/23	23/24	24/25
Afkastningsgrad	1,82	- 0,99	0,35	- 5,43
Overskudsgrad	1,50	- 0,79	0,39	- 6,28
Egenkapitalens forrentning	3,30	- 2,39	0,66	- 9,10
Debitor Omsætningshastighed		1,87	1,85	1,39
dækningsgrad	38,22	36,47	47,90	33,49
soliditetsgrad	45,37	49,75	45,77	40,03
likviditetsgrad	1,16	1,24	1,37	1,25
gældsgrad	1,09	0,86	0,85	1,04

Mio. Kr.	21/22	22/23	23/24	24/25
Omsætning	4.294.804,00	4.087.587,00	3.227.898,00	3.202.297,00
	-	-	-	-
Vareforbrug (Cost of goods sold)	2.653.196,00	2.596.826,00	1.681.838,00	2.129.806,00
	-	-	-	-
Salgs- og administrationsomk.	1.577.073,00	1.523.167,00	1.533.515,00	1.273.701,00
Afskrivninger	-	-	-	-
Renteomkostninger	-	-	-	-
	-	-	-	-
Resultat før skat	64.535,00	- 32.406,00	12.545,00	201.210,00
Skat	- 11.359,00	- 6.639,00	- 1.872,00	66.291,00
Resultat efter skat	53.176,00	- 39.045,00	10.673,00	- 134.919,00

mio. kr.	21/22	22/23	23/24	24/25
Immaterielle aktiver	235.581,00	175.141,00	291.644,00	388.794,00
Materielle aktiver	90.026,00	102.267,00	101.327,00	97.430,00
Finansielle aktiver	1.477.012,00	1.481.819,00	1.469.447,00	1.471.320,00
Anlægsaktiver i alt	1.802.619,00	1.759.227,00	1.862.418,00	1.957.544,00
-Likvider	172.739,00	80.271,00	148.426,00	166.901,00
-Varedebitorer	1.579.855,00	1.440.851,00	1.530.462,00	1.579.409,00
Omsætningsaktiver i alt	1.752.594,00	1.521.122,00	1.678.888,00	1.746.310,00

Aktiver i alt	3.555.213,00	3.280.349,00	3.541.306,00	3.703.854,00
Egenkapital	1.613.065,00	1.631.892,00	1.620.832,00	1.482.638,00
Langfristet gæld	255.160,00	173.567,00	146.175,00	145.816,00
-Kortfristet bankgæld	296.100,00	210.147,00	311.982,00	644.259,00
-Varekreditorer	1.213.198,00	1.017.722,00	914.067,00	757.014,00
Kortfristet gæld i alt	1.509.298,00	1.227.869,00	1.226.049,00	1.401.273,00
Passiver i alt	3.377.523,00	3.033.328,00	2.993.056,00	3.029.727,00

Managerial balance sheet:

mio. kr.	21/22	22/23	23/24	24/25
Likvider	172.739,00	80.271,00	148.426,00	166.901,00
WCR	366.657,00	423.129,00	616.395,00	822.395,00
Anlægsaktiver	1.802.619,00	1.759.227,00	1.862.418,00	1.957.544,00
Invested Capital	2.342.015,00	2.262.627,00	2.627.239,00	2.946.840,00
Kortfristet rentebærende gæld	296.100,00	210.147,00	311.982,00	644.259,00
Langfristet renteværende gæld	255.160,00	173.567,00	146.175,00	145.816,00
Egenkapital	1.613.065,00	1.631.892,00	1.620.832,00	1.482.638,00
Capital employed	2.164.325,00	2.015.606,00	2.078.989,00	2.272.713,00

Resultatopgørelse til analyse:

mio. kr.	21/22	22/23	23/24	24/25
Omsætning	4.294.804,00	4.087.587,00	3.227.898,00	3.202.297,00
COGS	2.653.196,00	2.596.826,00	1.681.838,00	2.129.806,00
-COGS i % af oms	62%	64%	52%	67%
Salg og admin omk	1.577.073,00	1.523.167,00	1.533.515,00	1.273.701,00
-Salg&adm i % af oms	37%	37%	48%	40%
EBITDA	64.535,00	32.406,00	12.545,00	201.210,00
Afskr.	-	-	-	-

EBIT		64.535,00	-	32.406,00	12.545,00	201.210,00
Renter		-		-	-	-
EBT		64.535,00	-	32.406,00	12.545,00	201.210,00
Skat	-	11.359,00	-	6.639,00	- 1.872,00	66.291,00
Resultat efter skat (EAT)		53.176,00	-	39.045,00	10.673,00	134.919,00

Profitabilitetsnøgletal:		Baseret på gns			
		21/22	22/23	23/24	24/25
ROE			-2,4%	0,7%	-8,7%
ROCE			-1,6%	0,6%	-8,9%
-EBIT%			-0,8%	0,4%	-6,3%
-Capital turnover			195,6%	157,7%	147,2%
Financial leverage multiplier			128,8%	125,9%	140,2%
-Financial cost ratio			100,0%	100,0%	100,0%
-Financial structure ratio			128,8%	125,9%	140,2%
Tax effect ratio			120,5%	85,1%	67,1%
			-2%	1%	-9%

Profitabilitetsnøgletal:		baseret på ultimo.			
		21/22	22/23	23/24	24/25
ROE			-2,39%	0,66%	-9,10%
ROCE			-1,61%	0,60%	-8,85%
-EBIT%			-0,79%	0,39%	-6,28%
-Capital turnover			2,03	1,55	1,41
Financial leverage multiplier			1,24	1,28	1,53
-Financial cost ratio			1,00	1,00	1,00
-Financial structure ratio			1,24	1,28	1,53
Tax effect ratio			1,20	0,85	0,67

Frit cash flow:					
	mio. kr.	21/22	22/23	23/24	24/25
EBIT*(1-tax)			-39.045,0	10.673,0	134.919,0
+depreciations			-	-	-
-ændring i WCR			56.472,0	193.266,0	206.000,0
-Capex			-43.392,0	103.191,0	95.126,0
=free cash flow			-52.125,0	285.784,0	436.045,0

Bilag 3, NNIT

Resultatopgørelse

2024

2023

2022

2021

Revenue	1851	1728	1500	1369
Cost of Service	-1372	-1283	-1349	-1242
Gross profit	479	445	151	127
Sales and marketings costs	-68	-63	-81	-74
Administrative costs	-294	-266	-77	-68
Adjusted Ebita	117	116	-7	-15
Special Items	-69	-69	-278	-208
EBITA	48	47	-285	-223
Amortisation	0	0	0	0
EBIT	48	47	-285	-223
Financial income	11	16	21	12
Financial expense	-44	-46	-30	-24
Income / loss from discontinued operations		24	56	126
Profit before Tax	15	41	-238	-109
Tax	-14	-11	36	60
Profit	1	30	-202	-49

Aktiver	2024	2023	2022	2021
Intangible assets	767	704	706	703
Tangible assets	15	8	17	483
Investments in joint venture				
Investments in associates				
Other securitites and investments				
Other receivables				
Deferred tax assets				
Financial assets	187	407	0	357
Non-current assets	969	1119	882	1543
Trade receivables				
Receivables from joint venture				
Receivables from associates				
Contract work in progress				
Other receivables				
Prepayments				
Tax receivable				
Receivables	580	604	0	0
Cash	158	254	208	230
Current assets	738	858	822	1031
Assets classified as held for sale	0	0	1051	0
Assets	1707	1977	2755	2574
Passiver	2024	2023	2022	2021
Share capital	250	250	250	250
Treasury shares	-1	-1	-1	-2

Share-based remuneration

Exchange rate adjustments on translating subsidiaries

Retained earnings 558 556 **527** **714**Other reserves 63 22 **38** **31****Equity attributable** **870** **827** **814** **993**

Non-controlling interests

Equity **870** **827** **814** **993**

Borrowings

Pension obligations

Lease liability

Other payables

Deferred tax liability

Non-current liabilities **310** **335** **162** **709**

Borrowings

Pension obligations

Lease liability

Prebilled invoices

Trade payables

Other payables

Provisions

Income tax payable

Liabilities directly associated with assets classified as held for sale 199

Current liabilities **527** **815** **1580** **872****Liabilities** **837** **1150** **1941** **1581****Equity and liabilities** **1707** **1977** **2755** **2574**

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	2021	2022	2023	2024
Omsætning	1.369,00	1.500,00	1.728,00	1.851,00
Produktionsomkostninger	- 1.242,00	- 1.349,00	- 1.283,00	- 1.372,00
Distributionsomkostninger	- 74,00	- 81,00	- 63,00	- 68,00
Administrationsomkostninger	- 68,00	- 77,00	266,00	294,00
Andre driftsudgifter	208,00	278,00	- 69,00	- 69,00
afskrivninger	-	-	-	-
finanseringsomkostninger	114,00	47,00	- 6,00	- 33,00
resultat før skat	109,00	238,00	41,00	15,00
Skat	60,00	36,00	- 11,00	- 14,00
resultat efter skat	- 49,00	202,00	30,00	1,00

Balance (mio. kr)	2021	2022	2023	2024
Immaterielle aktiver	703,00	706,00	704,00	767,00
Materielle aktiver	483,00	17,00	8,00	15,00
Finansielle aktiver	357,00	-	407,00	187,00
anlægsaktiver	1.543,00	723,00	1.119,00	969,00
Tilgodehavender	18,00	270,00	37,00	130,00
Likvider	230,00	208,00	254,00	158,00
Omsætningsaktiver	248,00	478,00	291,00	288,00
Aktiver i alt	1.791,00	1.201,00	1.410,00	1.257,00
Egenkapital	993,00	814,00	827,00	870,00
Lån	-	-	-	-
Pension og langfristede forpl.	-	-	-	-
Langfristede forpligtelser	709,00	162,00	335,00	310,00
Lån og leasing	-	-	-	-
leverandører & andre payables	-	-	-	-
forudfakturerede indtægter	-	-	-	-
skat og afsættelser	-	199,00	-	-
kortfristede forpligtelser	872,00	1.580,00	815,00	527,00
Passiver i alt	2.574,00	2.556,00	1.977,00	1.707,00

Resultatopgørelse (Mio. kr.)	2021,00	2022,00	2023,00	2024,00
Omsætning	1369,00	1500,00	1728,00	1851,00
Produktionsomkostninger	-	-	-	-
Bruttoresultat (gross profit)	127,00	151,00	445,00	479,00
Distributionsomkostninger	-74,00	-81,00	-63,00	-68,00
Administrationsomkostninger	-68,00	-77,00	-266,00	-294,00
Andre driftsudgifter	-208,00	-278,00	-69,00	-69,00
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	-223,00	-285,00	47,00	48,00
Afskrivninger	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat før renter (EBIT)	-223,00	-285,00	47,00	48,00
finanseringsomkostninger	114,00	47,00	-6,00	-33,00
Resultat før skat (EBT)	-109,00	-238,00	41,00	15,00

Skat	60,00	36,00	-11,00	-14,00
Resultat efter Skat (EAT)	-49,00	-202,00	30,00	1,00

Nøgletalsanalyse	2021	2022	2023	2024
Afkastningsgrad	- 12,45	- 23,73	3,33	3,82
Overskudsgrad	- 16,29	- 19,00	2,72	2,59
Egenkapitalens forrentning	- 4,93	- 24,82	3,63	0,11
Debitor Omsætningshastighed		8,95	5,20	16,94
dækningsgrad	9,28	10,07	25,75	25,88
soliditetsgrad	55,44	67,78	58,65	69,21
likviditetsgrad	0,28	0,30	0,36	0,55
gældsgrad	1,59	2,14	1,39	0,96

Mio. Kr.	2021	2022	2023	2024
Omsætning	1.369,00	1.500,00	1.728,00	1.851,00
Vareforbrug (Cost of goods sold)	- 1.242,00	- 1.349,00	- 1.283,00	- 1.372,00
Salgs- og administrationsomk.	- 350,00	- 436,00	- 398,00	- 431,00
Afskrivninger	-	-	-	-
Renteomkostninger	114,00	47,00	- 6,00	- 33,00
Resultat før skat	- 109,00	- 238,00	41,00	15,00
Skat	60,00	36,00	- 11,00	- 14,00
Resultat efter skat	- 49,00	- 202,00	30,00	1,00

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
Immaterielle aktiver	703,00	706,00	704,00	767,00
Materielle aktiver	483,00	17,00	8,00	15,00
Finansielle aktiver	357,00	-	407,00	187,00
Anlægsaktiver i alt	1.543,00	723,00	1.119,00	969,00
-Likvider	230,00	208,00	254,00	158,00
-Varedebitorer	18,00	270,00	37,00	130,00
Omsætningsaktiver i alt	248,00	478,00	291,00	288,00
Aktiver i alt	1.791,00	1.201,00	1.410,00	1.257,00
Egenkapital	993,00	814,00	827,00	870,00
Langfristet gæld	709,00	162,00	335,00	310,00
-Kortfristet bankgæld	-	199,00	-	-
-Varekreditorer	-	-	-	-
Kortfristet gæld i alt	-	199,00	-	-
Passiver i alt	1.702,00	1.175,00	1.162,00	1.180,00

Managerial balance sheet:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
Likvider	230,00	208,00	254,00	158,00

WCR	18,00	270,00	37,00	130,00
Anlægsaktiver	1.543,00	723,00	1.119,00	969,00
Invested Capital	1.791,00	1.201,00	1.410,00	1.257,00
Kortfristet rentebærende gæld	-	199,00	-	-
Langfristet renteværende gæld	709,00	162,00	335,00	310,00
Egenkapital	993,00	814,00	827,00	870,00
Capital employed	1.702,00	1.175,00	1.162,00	1.180,00

Resultatopgørelse til analyse:

mio. kr.	2021	2022	2023	2024
Omsætning	1.369,00	1.500,00	1.728,00	1.851,00
COGS	- 1.242,00	- 1.349,00	- 1.283,00	- 1.372,00
-COGS i % af oms	91%	90%	74%	74%
Salg og admin omk	- 350,00	- 436,00	- 398,00	- 431,00
-Salg&adm i % af oms	26%	29%	23%	23%
EBITDA	- 223,00	- 285,00	47,00	48,00
Afskr.	-	-	-	-
EBIT	- 223,00	- 285,00	47,00	48,00
Renter	114,00	47,00	- 6,00	- 33,00
EBT	- 109,00	- 238,00	41,00	15,00
Skat	60,00	36,00	- 11,00	- 14,00
Resultat efter skat (EAT)	- 49,00	- 202,00	30,00	1,00

Profitabilitetsnøgletal:	Baseret på gns			
	2021	2022	2023	2024
ROE		-22,4%	3,7%	0,1%
ROCE		-24,3%	4,0%	4,1%
-EBIT%		-19,0%	2,7%	2,6%
-Capital turnover		104,3%	147,9%	158,1%
Financial leverage multiplier		133,0%	124,2%	43,1%
-Financial cost ratio		83,5%	87,2%	31,3%
-Financial structure ratio		159,2%	142,4%	138,0%
Tax effect ratio		84,9%	73,2%	6,7%

Profitabilitetsnøgletal:	baseret på ultimo.			
	2021	2022	2023	2024
ROE		-24,82%	3,63%	0,11%
ROCE		-24,26%	4,04%	4,07%
-EBIT%		-19,00%	2,72%	2,59%
-Capital turnover		1,28	1,49	1,57
Financial leverage multiplier		1,21	1,23	0,42
-Financial cost ratio		0,84	0,87	0,31
-Financial structure ratio		1,44	1,41	1,36

Tax effect ratio	0,85	0,73	0,07
------------------	------	------	------

Frit cash flow:				
mio. kr.	2021	2022	2023	2024
EBIT*(1-tax)		-241,9	34,4	3,2
+depreciations		-	-	-
-ændring i WCR		252,0	-233,0	93,0
-Capex		-820,0	396,0	-150,0
=free cash flow		326,1	-128,6	60,2