Udfordrende 1. halvår for Columbus

Regnskabet for 1. halvår 2014 i Columbus var på flere punkter et skuffende regnskab, men dog med vurderingen af det fremtidige indtjeningspotentiale intakt. Med aktiens seneste deroute er der dermed igen skabt et godt potentiale på 30-60 % i aktien, hvis man har en tidshorisont der rækker hen imod slutningen af 2015.

På negativsiden så vi en stor nedgang i omsætningen i USA på hele 24,9 % fra 101 mio. kr. til 76,1 mio. kr. i forhold til 1. halvår 2013, og et tilsvarende fald i EBITDA fra 10,8 mio. kr. til 1,8 mio. kr. Problemerne kan i høj grad henføres til salgstyrken i USA, som simpelthen ikke har leveret: "Significant drop in revenue due to lack of sales execution" blev der helt konkret sagt på regnskabets conference call, som igen blev afholdt uden at analytikere bød ind med spørgsmål til Q&A.

For os er det tegn på, at nok har selskabet taget et skridt opad rangstigen og øget professionaliseringsgraden i IR-arbejdet de senere år, men dog ikke så meget, så der for alvor er kommet en institutionel interesse i aktien. Det er selvfølgelig også en funktion af at selskabet fortsat er småt med en markedsværdi omkring den halve mia. kr. Og med en storaktionær som Ib Kunøe med over 50 % af aktierne bliver der (for) få aktier tilbage for de institutionelle investorer at slås om.

Det andet problemområde i halvårsregnskabet var Norge, hvor en stor del af konsulentstyrken blev headhuntet af en konkurrent. En høj udskiftningsprocent blandt medarbejdere (+10 % p.a.) er dog normalt i branchen, så det var ikke uvant for Columbus at ansætte mange nye medarbejdere. Det store antal har dog kostet dels omsætning og dels medført øgede omkostninger.

På negativsiden fandt vi også stilstanden i salget af Columbus' egen software, som er en af grundpillerne i at forbedre indtjeningen i henhold til strategiplanen Columbus15. En lille vækst i salget af abonnementer kunne ikke opveje en nedgang i licenssalget, således at det samlede salg blev 26,8 mio. kr. mod 27,4 mio. kr. i 1. halvår 2013. Dermed er der et godt stykke vej op til målet om en omsætning på 70 mio. kr. fra egen software i år, og det mål må i praksis nu være aflyst.

Den gode nyhed er, at trods disse negative begivenheder fastholdt Columbus sine udmeldinger til helåret om en omsætning på ca. 900 mio. kr. og en tilsvarende indtjening på 80 mio. EBITDA. Da genopretningen af USA og Norge må forventes at tage et par kvartaler, er det et signal om at man har stor indtjeningsstyrke i forretningen og en konservativ tilgang til udmeldingerne. Samtidig fortsatte den gode cash generering, således at det gældfrie selskab 30. juni stod med 86,6 mio. kr. i likvider.

Den kapitalfondsejede konkurrent "EG Holding" offentligjorde deres halvårsmeddelelse i august, og det er værd at notere sig, at EG Holding fastholder helårsforventningen efter en lidt svagere udvikling i 2. kvartal, da man "har set en gunstig ordreindgang de seneste måneder". En udvikling som også Columbus over for AktieUgebrevet synes at kunne genkende på tidspunktet for halvårsregnskabet.

Qua de seneste problemer i Norge og ikke mindst USA forventer vi, at Columbus skal bruge et par kvartaler til at komme tilbage på sporet. Det vil nok også betyde, at vi skal hen i slutningen af 2015 for at se kvartalsresultater, som for alvor kan understøtte vores pæne bundlinjeestimat på 50 mio. kr. efter skat.

De væsentligste punkter at kigge efter ved fremlæggelsen af periodemeddelelsen for 3. kvartal den 4. november vil være en status på den amerikanske og norske udvikling, samt en indikation af om omsætningen ligger indenfor rammerne i forhold til årets mål om 900 mio. kr. Vi er mest fokuserede på omsætningen, fordi vi mener, at indtjeningsevnen var ganske pæn i 1. halvår trods det manglende salg i USA.

Vi fastholder vores pæne kursmål på 6,80 i løbet af 2015, svarende til en P/E på 15 ved en bundlinje på 50 mio. kr. I første omgang ser vi frem til en tilbagevenden til kursniveauet på 5,45, som på nuværende tidspunkt repræsenterer en upside på ca. 30 %.

Vi noterer os, at kursen de seneste par dage - kortvarigt - har været nede omkring kurs 4. Vi vurderer, at der er en god købsinteresse omkring 3,80-4,00, som i tilfældet af fortsat aktiemarkedsuro bør være opnåeligt, og som vil være et ganske attraktivt købsniveau.

Den forsigtige investor afventer Q3-meddelelsen, da der kan være en lille risiko for en nedjustering, da vi pga. stilleperioden ikke har nogen indikation om, hvordan det er gået i Norge og USA de sidste par måneder. Dagens kurs repræsenterer i øvrigt en udbytteyield på ca. 3 %, og vi kan til slut notere os, at et bestyrelsesmedlem købte aktier for knap 300.000 kr. ved kurs 4,93 efter halvårsregnskabet.

Steen Albrechtsen

Steen Albrechtsen og/eller dennes nærtstående ejer aktier i Columbus