

Konklusion

Perioden Q1-3 er præget af betydelig vækst i salget, men det skyldes næsten udelukkende opkøb. Organisk er væksten koncentreret om egen software som en positiv faktor. Indtjeningen udvikler sig pænt, men udfordringer i Norge og delvist også i USA har betydet, at indtjeningen ikke følger med op i samme tempo som omsætningen. Det er derfor vigtigt, at ledelsen træffer de rigtige beslutninger med henblik på at genskabe indtjeningen i Norge, selv om denne proces kan vare op til et år mere. Selskabets øvrige aktiviteter i Vesteuropa, dvs. Danmark og England, udvikler sig godt. Aktiviteterne i Rusland og Baltikum har kun moderat betydning, men generelt er denne sektor presset som følge af den svage russiske Rubel. Salg og indtjening i Nordamerika vokser betydeligt, hvilket især skyldes udvidelsen via opkøb.

Columbus fastholder sin position som en ledende leverandør af softwareløsninger til Food, Retail og Manufacturing med sidstnævnte som det vigtigste segment. Salg af egne softwareløsninger vokser flot og bidrager positivt til indtjeningen. Global Delivery Center i Indien bidrager også positivt til at forbedre produktiviteten og fleksibiliteten. Centret har nu 100 ansatte, og der er i årets løb udført 5.887 dages arbejde - en stigning fra året før på 38%. Global Delivery Center i Indien bidrager til ensartethed i serviceringen af kunderne, hvilket er en vigtig parameter, ligesom dækningsbidraget er højt for Columbus som følge af lave lønninger.

Det er særdeles vigtigt, at integrationen af de mange tilkøbte virksomheder forløber planmæssigt. En eventuel afsporing kan udløse behov for nedskrivning af bogført goodwill. Det er desuden vigtigt at få gang i salgsvæksten i USA, hvor man i år har gearet op via opkøb. Endelig skal udfordringerne i Norge løses hurtigst muligt. Går alt op i en højere enhed for Columbus, og formår ledelsen at fremkomme med en ambitiøs og troværdig plan for perioden frem mod 2020, så synes aktiekursen at kunne stige betydeligt i de kommende år.

Vi finder aktien interessant, idet det dog skal påpeges, at investering i en mindre aktie med begrænset, men dog stigende omsætning på Børsen, og med en storaktionær der ejer over 50% af aktierne, er behæftet med risici.

Aktuel Kurs: 5,4

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 614 mio. DKK

Antal aktier: 113,7 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab marts 2016



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (uændret)

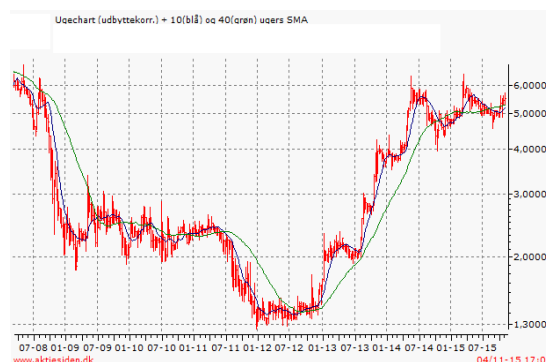
Langt sigt: Køb (uændret)

Kursudvikling 0-6 mdr.: 5,5 – 6,5 (før 5,0 - 5,7)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 6,5 – 8,0 (før 6,5-8,0)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb d. 31-08-2015 v/ kurs 4,95.

Kursgraf fra 2008 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 6,2 / lav: 4,43

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder efter Q3 forventningerne til 2015. Omsætningen forventes at stige fra 878 mio. kr. til 1.030 mio. kr. Salg af eget software estimeres at stige til 80 mio. kr. EBITDA indikeres i niveauet 94 mio. kr., hvilket blandt andet skyldes, at andelen af fakturerbart arbejde forventes at nå 55%. Brancheløsninger skal som mål udgøre mindst 75% af omsætningen. Global Delivery Center i Indien skal fortsat udvides og beskæftige 125 medarbejdere ultimo 2015 mod 100 ultimo Q3.

Muligheder

Opkøb i USA kan løfte salget betydeligt i de kommende år. Udfordringerne i Norge vægter negativt. En positiv løsning kan genskabe indtjeningen her. De russiske aktiviteter kan næppe blive værre og har upside. Mulighederne for salg af e-commerce løsninger er store. Stram styring af konsulenternes arbejde giver mulighed for at fakturere flere timer. Stærk position i segmenterne fødevarer, detail og produktion giver stordriftsfordele. Global Delivery Center kan udbygges og give merindtjening.

Risici

Lav organisk vækst er et problem. Hvis ikke udfordringerne i Norge løses, vil de norske aktiviteter fortsætte med at trække ned i indtjeningen. En hurtig løsning er ønskværdig. Fastholdelse af medarbejdere er generelt vigtigt, så tab af tid og udgifter til genopretning undgås. Forretningen er bygget op omkring en stringent styring af ressourcer og tidsforbrug, hvilket stiller krav til ledelsen om konstant at have "hands-on" hele vejen rundt i koncernen. Eksponeringen mod Rusland udgør fortsat en risiko.

Facts om Columbus

- Selskabet blev etableret i 1989 og beskæftiger nu 1.087 medarbejdere (i gennemsnit 889 ansatte i 2014). Årets opkøb af selskaberne Sherwood Systems og InterDyn BMI i USA samt MW Data i Danmark har tilført ca. 200 ansatte.
- Columbus er en international konsulentvirksomhed, der sælger softwareløsninger og ledsagende, værdiskabende konsulenttydelser primært til fødevare- og detailhandelssektoren samt produktionsvirksomheder (Food, Retail og Manufacturing), dvs. løsninger rettet mod en veldefineret kundekreds. Der er tale om ERP-systemer beregnet til at styre kundens økonomi, logistik og produktion – altså værdiskabende produkter for erhvervskunder.
- Salget er fokuseret på egne softwareløsninger, licenser, konsulenttydelser og support, hvor indtjeningen er højere end ved salg af ekstern software. Voksende vægt af egen software forbedrer dækningsbidraget og indtjeningsevnen (mix-forbedring).
- Produktsortimentet omfatter ca. 15 egne softwareløsninger, hvoraf de bedst sælgende i år er Columbus Invoice Workflow (faktureringsystem), Columbus Manufacturing and Food Solutions (brancheløsning) og Columbus RapidValue (program til identifikation og optimering af arbejdsgangen hos selskabets kunder).
- Selskabet har hovedkontor i Danmark. Salget er koncentreret om Danmark, Norge, England, Baltikum, Rusland og USA. Geografisk står Europa for den største del af salget, men væksten sker primært i USA, der er blevet styrket via opkøb af virksomheder. Man fører en aktiv linje omkring akquisitioner for at styrke koncernen som helhed, og integration af de opkøbte firmaer indgår heri. Selskabets udviklings- og kompetencecenter i Indien udvides og styrkes efter planen.
- Columbus har i alt leveret over 6.000 projekter til kunder i mere end 40 lande.
- Ledelse: Thomas Honoré (født 1969) er koncernchef. Ib Kunøe (født 1943) er bestyrelsesformand og storaktionær.
- Ultimo 2014 havde selskabet 5.283 aktionærer (96,6 % ejerandel). Consolidated Holding (Ib Kunøe) ejer 51,3 % af aktierne.
- Columbus har til hensigt årligt at udlodde et udbytte på min. 10 % af den nominelle aktiekapital, svarende til 0,125 kr. pr. aktie. Derudover kan bestyrelsen indstille til generalforsamlingen, at der udloddes ekstraordinært udbytte for et specifikt regnskabsår.

Opkøb sikrer væksten – også i år

Q1-3-rapporten var den næstsidste under Columbus15 planen, der blev lanceret i 2011 kort efter den nuværende CEO Thomas Honoré tiltrådte. Planen går ud på at genskabe lønsomheden ved at fokusere på at være en ledende aktør inden for salg af softwareløsninger tilpasset detail-, produktions- og fødevarevirksomheder. Et andet vigtigt element er salg af egne softwareløsninger frem for løsninger fra tredjemand. Processen mod en koncentration på færre geografiske områder har også bidraget til at øge indtjeningen. Via en stram styring af konsulenternes arbejde er det lykkedes at bringe andelen af den fakturerbare tid betydeligt op. Endelig er en række opgaver blevet lagt ud til Global Delivery Center i Indien, hvor en stigende del af arbejdet for og servicering af kunderne udføres.

Samtidig var vækst via opkøb en vigtig del af planen. Også på det punkt har Columbus leveret resultater som planlagt. En række opkøb er blevet gennemført i 5-års perioden. Sidste år købte Columbus således Omnica i England, hvorved man blev tilført ekspertise omkring e-handelsløsninger. Siden fulgte købet af Dynamics Anywhere med fokus på cloud-løsninger. I år har Columbus erhvervet InterDyn BMI og Sherwood Systems i USA, hvilket skal ses som et springbræt til betydelig vækst på det vigtige marked i Nordamerika. Endelig købte Columbus i år danske WM Data. De mange opkøb har bidraget til at løfte omsætningen væsentligt, ligesom medarbejderstaben er vokset betydeligt. Opkøbene i år har ført til ca. 200 nye ansatte, hvilket har løftet medarbejderomkostningerne med 27%. Columbus meddeler, at integrationen forløber planmæssigt. Netop integration og styring af de mange nye medarbejdere er et vigtigt punkt, idet risikoen i forretningsmodellen stiger i en fase med et voldsomt opkøbstempo. Ledelsen ser dog også på dette punkt ud til at have "hands-on".

Udviklingen i Q1-3

Columbus har leveret en vækst i salget på 28% i årets første tre kvartaler, hvorved omsætningen andrager 800 mio. kr. Dermed leveres der vækst i salget for 14. kvartal i træk. Salg af selskabets egen Columbus Software er steget med hele 60% og omfatter såvel vækst i salg af licenser som abonnementer. Salg af konsulenttydelser er ubetinget den største aktivitet, og her er det lykkedes at løfte salget med 18%. Fremgangen trækkes af vækst i USA grundet stor kundetilgang efter de gennemførte opkøb. Alene købet af Sherwood Systems pr. 01-07-2015 har tilført Columbus over 300 kunder.

54% af konsulenternes timeforbrug har kunnet faktureres, hvilket er uændret i forhold til for et år siden. Det er for os en anelse skuffende, at tallet ikke er steget, hvilket også må være tilfældet for ledelsen, der jo fortsat har en andel på 55% som mål for året. Der er dog en årsag hertil, nemlig at en konkurrent i Norge sidste år headhuntede en række vigtige medarbejdere. Processen med at få ansat nye medarbejdere og få dem kørt ind i forretningen tager imidlertid tid. Vi er lidt usikre på, hvor store udfordringerne i Norge er, idet Columbus ikke sætter egentlige tal herpå. Faktum er dog, at det på den korte bane må indebære tab af indtægter, indtil man formår at få bragt andelen af fakturerbare timer hos konsulenterne i Norge op på det ønskede niveau. Udgifterne til ansættelse og start-op af de nye medarbejdere må formodes at være ganske store. Columbus er således endt i en uheldig situation i Norge.

Samtidig vurderer vi, at den store forøgelse af medarbejderantallet i USA også på kort sigt har trukket lidt ned i indtjeningen. Imidlertid pointerer ledelsen i Columbus, at integrationsprocessen forløber som planlagt, hvilket er positivt.

På grund af udfordringerne i Norge og processen med at integrere de tilkøbte enheder i USA, følger indtjeningen ikke med op i samme tempo som væksten i omsætningen. Således er EBITDA kun steget med 12% til 51 mio. kr.

Vores konklusion omkring udviklingen i Q1-3 er, at selskabet leverer den lovede vækst. Det er især opløftende at salget af Columbus Software er steget så meget. Hvis ikke man var løbet ind i de uventede udfordringer i Norge, ville indtjeningen have ligget betydeligt højere. Næsten alt forløber planmæssigt, men altså med Norge som den negative undtagelse. Nedgangen i aktiviteterne i Rusland og Baltikum har kun begrænset betydning.

Uændrede udsigter for 2015

Hovedpunkterne for 2015-guidance er uændret:

- 1) Columbus vil fortsat udbrede salget af brancheløsninger, der som minimum skal udgøre 75% af koncernomsætningen. Strategien er altså at satse på det, som man er bedst til, ved løbende at udvikle nye produkter ud fra kundernes skiftende behov og ønsker.
- 2) Salget af Columbus Software (egne produkter) skal stige til 80 mio. kr. i omsætning. Vi anser målet for 2015 for opnåeligt.
- 3) Den globale leverancemodel skal udbygges. Jo mere arbejde, der kan udføres i Indien og faktureres kunderne, jo højere indtjening. Hensigten er, at der i Indien skal være 125 ansatte ultimo 2015 mod 100 ultimo Q3. Dette mål kan blive vanskeligt at nå.
- 4) Indtjeningen i konsulentforretningen fastholdes med et mål om at 55% af alle anvendte timer faktureres over for kunderne. Hidtil i år er der opnået et niveau på 54%, og vi anser målet for vanskeligt at nå.
- 5) Selskabets geografiske fokusering skal fortsætte.
- 6) For hele året ventes fortsat en omsætning på 1.030 mio. kr. og et brutto EBITDA-resultat på 94 mio. kr. (hhv. 800 og 51 mio. kr. er opnået i Q1-3). Umiddelbart kan det forekomme ambitiøst at forvente et EBITA-resultat på 94 mio. kr., men det skyldes givetvis fuld effekt i Q4 af opkøbet af de tilkøbte amerikanske selskaber. Betydningen af salg af egen software får ligeledes større vægt.

Vi venter på Columbus20 planen

En ny 5-års plan imødeses i forbindelse med fremlæggelsen af årsregnskabet i marts 2016. Columbus15 planen er tæt på at nå i mål med de ved lanceringen i 2011 meget ambitiøse mål. Udviklingen i Norge har imidlertid sat målene for 2015 lidt under pres. En hurtig afklaring i Norge er ikke i udsigt, men vi er overbeviste om, at ledelsen arbejder hårdt på en løsning. Resten af planen er lykkedes godt.

Vi kender naturligvis ikke ledelsens tanker om de kommende 5 år, men det er vores håb, at man nu vil skruer ned for opkøbstempoet, således at der i stedet fokuseres på organisk vækst og en fortsat forbedring af lønsomheden indefra. Der er en ikke ubetydelig risiko forbundet med opkøb, hvorfor konsolidering ønskes. Med en stram styring burde det være muligt over de næste 5 år at bringe indtjeningen yderligere op, idet der er plads til forbedring omkring den procentuelle andel af det fakturerbare arbejde. Det bør desuden blive et mål at bringe salget af egen software yderligere op, at udvide aktiviteterne inden for Food, Retail og Manufacturing yderligere plus muligvis udvide virkefeltet med et relevant nyt kundesegment vurderet ud fra selskabets softwareløsninger og kompetencer.

Vi ser med spænding frem mod den nye plan, idet vi håber, at der fremlægges en strategi for, hvordan man efter de mange tilkøb og interne tilpasninger vil satse på at løfte salget og indtjeningen betydeligt. Potentialet er stort og skal udnyttes.

Aktien som investering

Selv om Columbus som udgangspunkt har leveret meget tæt på målsætningerne i Columbus15 planen, så er det ikke sket uden modgang i form af udfordringer i USA, Norge og Rusland/Baltikum. Med ansættelsen af nye Country Managers i både USA og Norge synes ledelsen at have taget hånd om de opståede opgaver, men en løsning i Norge med en genrejsning vil tage tid. De russiske aktiviteter er af begrænset størrelse, men det må antages, at det snart ikke kan blive dårligere i denne del af koncernen.

Columbus har formået at opbygge en ledende position i markedet for salg af softwareløsninger til det udvalgte segment i Food, Retail og Manufacturing. Her ser vi mulighed for at fortsætte den gode udvikling til gavn for indtjeningen. Udgifter til udvikling afholdes upfront, hvorfor stigende omsætning i høj grad vil kunne forplante sig ned på bundlinjen. Med en stærk position inden for de udvalgte brancheløsninger, der er blevet styrket yderligere ved købet af InterDyn BMI i USA og Sherwood Systems, burde salget i de kommende år kunne vokse betydeligt, hvilket vil smitte positivt af på indtjeningen. Udfordringen er på kort sigt at genskabe lønsomheden i Norge, at sikre en gnidningsløs integration af de mange tilkøbte selskaber samt at øge salget af egen software, hvor der er høje marginer. Hvis alt lykkes for Columbus, forekommer Upside potentialet i aktiekursen at kunne blive stort. Hvis der derimod opstår problemer med de tilkøbte selskaber, kan det udløse krav om nedskrivning af bogført goodwill. Selv om meget taler for opgang i aktiekursen, så er der i sagens natur også risici forbundet med en investering i aktien.

Stram styring fra ledelsens side er særdeles vigtig i koncernen, der er blevet udvidet markant i størrelse via opkøb. Hidtil har ledelsen til fulde vist sin evne hertil. Da vi forventer en ambitiøs plan for udviklingen i de kommende år, fastholder vi vurderingen med køb på aktien.

Regnskabstal

I mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015E
Omsætning	794	893	880	878	1.030
EBITDA	31	52	70	79	94
Afskrivninger	24	28	25	26	29
EBIT	7	24	45	53	65
EBT	6	19	37	59	70
Netto efter minoriteter	-11	-4	19	51	54
Balance	490	500	483	550	650
Immaterielle aktiver	215	225	216	249	385
Egenkapital (moder)	275	273	280	326	380
Antal ansatte	861	850	840	889	1.070
EBITDA-margin i %	3,9	5,8	8,0	9,0	9,1
Res. pr. aktie	-0,11	-0,04	0,18	0,46	0,48
Indre værdi	2,60	2,58	2,64	2,96	3,34
Udbytte	0,0	0,0	0,125	0,125	0,15
Egenkapitalforrentning%	-4,0	-1,4	8,0	16,8	15,3



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.