

Columbus-aktien handles til langt billigere multipler end tilsvarende danske selskaber.

- Overordnet er 2018 forløbet jævnt over de fastlagte økonomiske rammer. Salgsudviklingen var dog lidt til den svage side, hvilket primært skyldes udfordringer i den amerikanske del af forretningen. Indtjeningen blev også påvirket af fremrykkede udgifter til integrationsprocessen i forbindelse med sidste års to opkøb. Det hele går hurtigere og dermed også bedre end ventet, hvorfor udgifterne fremrykkes. EBITDA nåede op i 181 mio. kr., hvilket er tæt på målet om et niveau på 200 mio. kr.
- Columbus nyder godt af den igangværende digitaliseringsproces hos selskabets kunder. Produktmæssigt har man styrket sine tilbud ved nu at have ni løsningsmoduler, der dækker hele spektret. Det nye koncept kaldes "9 Doors to Digital Leadership". Produktudbuddet såvel som den geografiske dækning er blevet markant styrket ved sidste års opkøb af iStone, der har åbnet for aktivitet i Sverige, og HiGH Software, der har tilført løsninger inden for Leasing og Rental som et nyt segment.
- Allerede ved indgangen til 2018 var der udfordringer med salget i USA. Det er ikke blevet løst i 2018, men ledelsen har tilpasset udgifterne til et lavere aktivitetsniveau. Det må have høj prioritet hos ledelsen at få genskabt dynamikken i den amerikanske del af forretningen.
- Columbus nyder godt af høj efterspørgsel på digitale løsninger i B2B-segmentet. Digitalisering er vigtig for at styrke kundernes konkurrenceevne både i relation til den interne styring af lagre, logistik, salg m.m. og som led i at kunne leve op til myndighedernes kvalitetskrav. Dertil kommer systemer til optimal behandling af indsamlede data. Via de rette produkter på tid og sted med 24/7-support knytter Columbus tætte relationer til sine kunder med henblik på at opretholde rollen som it-leverandør mange år frem. Kundetilfredsheden er høj, og det er et vigtigt punkt i vurderingen af selskabets indre styrke.
- Det langsigtede mål for 2021 fastholdes, dvs. en årlig salgsvækst på 3-5 % og en EBITDA-margin på 13 %. Gentaget salg til de samme kunder skal udgøre mindst 25 % af omsætningen. Ideen er at øge indtjeningen og samtidig forbedre kundestabiliteten.
- Samlet kan man opgøre kapitaliseringen af Columbus således (mio. kr.): børsværdi 1.558 + nettogæld 83 + udskudt betaling for opkøb mv. 227 = 1.868 mio. kr. Vi estimerer EBIT (2019) til 150 mio. kr. som følge af fremgang i EBITDA og mindre belastning fra særlige poster. Payback tiden før skat er dermed 12,5 år (1.868/150). Målt på EBITDA er tallet 8,1 år (1.858/230).
- Vi fastholder en købsanbefaling på aktien både på kort og langt sigt. Risikoprofilen driftsmæssigt er dog blevet forhøjet efter sidste års to store opkøb - selv om der ikke meldes om udfordringer med integrationen. En udvidelse på 50 % er STOR.

Aktuel Kurs: 12,5

Børs: NASDAQ OMX Mid Cap

Markedsværdi: 1.558 mio. DKK

Antal aktier: 124,6 mio. styk

Næste regnskab: Q1 regnskab 30-04-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 12 – 16 (før 13 -16)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 15 – 20 (tidligere: 16-19)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb d. 06-12-2018 v/ kurs 13.

Selskabets forventninger til 2019

Salget ventes at stige 6-7 % til niveauet 2 mia. kr. EBITDA forventes at stige fra 181 mio. kr. til 240 mio. kr., hvoraf 36 mio. kr. skyldes ændrede IFRS-regler for leasing – altså netto en vækst på 12,7 % i EBITDA. Integrationsudgifterne er oplyst til 5-10 mio. kr. Salg af Columbus software forventes at stige til 110 mio. kr.

De langsigtede mål for 2021 er en gennemsnitlig organisk salgsvækst på 3-5 % og en stigning i EBITDA-marginen til 13 % (10,8 % i 2018). Det tilbagevendende salg skal øges og udgøre 25 % af omsætningen mod 23 % i 2018.

Kursgraf fra 2011 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 18,48/ lav: 11,76

Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Facts om Columbus

- Columbus blev etableret i 1989 og børsnoteret i 1998. Gentagne opkøb har bidraget til at løfte salg og indtjening. I januar 2018 købte Columbus svenske iStone og hollandske HiGH Software, hvorved forretningsomfang og antal medarbejdere steg med ca. 50 %. Medarbejdertallet er derfor steget fra 1.194 ultimo 2017 til 1.845 ultimo 2018. Lønudgiften udgjorde sidste år ca. 58 % af omsætningen.
- Columbus er en international it-konsulentvirksomhed med salg af softwareløsninger og ledsagende, værdiskabende konsulentytelser til fødevarer- og detailhandelssektoren samt produktionsvirksomheder (Food, Retail og Manufacturing). Dette virkefelt er blevet markant udvidet efter sidste års overtagelse af iStone og HiGH Software. Førstnævnte er orienteret mod førende svenske industri- og handelsvirksomheder og står stærkt inden for e-handel. HiGH Software udbyder it-løsninger til håndtering af udlejning (rental + leasing). Der er tale om ERP- og CRM-systemer inklusive Cloud-baserede løsninger beregnet til at styre kundens salg, økonomi, logistik og produktion – altså værdiskabende produkter, der har afgørende betydning i driften for de pågældende erhvervskunder (Business-to-Business).
- Salget omfatter egne softwareløsninger, licenser, konsulentytelser og support. Her er indtjeningen højere end ved salg af løsninger baseret på eksternt udviklet software. Med Columbus Care tilbydes service og support 24/7.
- Microsoft er en vigtig samarbejdspartner. Microsoft Dynamics 365 er velegnet til brug for Cloud-løsninger, hvilket Columbus satser offensivt på - og det passer til kundernes behov. Svenskbaserede iStone benytter også flere andre softwareleverandører.
- Columbus har over 5.000 kunder på verdensplan, har implementeret over 8.600 business applikationer og løser 75.000 kundeopgaver årligt. Fem gange er Columbus blevet udnævnt som "Microsoft Global Partner of the Year". I 2018 fik man prædikatet "Infor M3 EMEA partner of the Year". Selskabet har status som nr. 1 inden for digitale løsninger i Norden.
- Selskabets fælles udviklings- og kompetencecenter i Indien sikrer høj konkurrenceevne og giver ensartethed i løsningen af opgaver for kunderne, ligesom support varetages herfra (ultimo 2018 var der ca. 300 ansatte i dette center). Omkostningsmæssigt og operationelt rummer placeringen i Indien store fordele med adgang for kunderne i hele deres normale arbejdstid.
- Hovedkontoret ligger i Ballerup. Det "gamle" Columbus har hidtil været koncentreret om salg i USA, Danmark, England, Rusland, Norge og Holland. De to seneste opkøb har skabt en betydelig salgskanal i Sverige og øget salget i Holland. Geografisk fordelte salget sig sidste år på Vesteuropa 69 %, Nordamerika 19 % og Østeuropa 7 %. Vesteuropa er således det absolut vigtigste geografiske område. Fordelt på lande er Sverige nu det største enkeltmarked med en andel af salget på 26,4 % efterfulgt af Nordamerika med 19,0 %. Salg i Danmark står for 18,7 % af omsætningen, UK 10,4 %, Norge 7,9 %, Holland 6,6 %, Rusland 3,5 % og resten af verden 7,5 %.
- Thomas Honoré (født 1969) er koncernchef. Hans Henrik Thrane (født 1968) er CFO. Ib Kunøe (født 1943) er bestyrelsesformand og storaktionær.
- Ultimo 2018 havde selskabet 6.439 aktionærer (2017: 6.172; 2016: 5.969; 2015: 5.646), og der er en høj navnenoteret andel på 94,7 %. Consolidated Holding (Ib Kunøe) ejede ultimo året 46,57 % af aktierne og ledelsesgruppen 2,74 %. Free flow af aktier udgør dermed ca. 50 %. Selskabet har et relativt stort warrant incitamentsprogram for de ledende medarbejdere.
- Aktien er noteret i Nasdaq OMX Mid Cap under tickerkoden COLUM.
- 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 betales ekstraordinært udbytte for et specifikt regnskabsår.

Udviklingen i 2018

2018 var et vigtigt år for Columbus. Det var nemlig første år i processen med integration af HiGH Software og iStone i koncernen. Især iStone har stor betydning, idet dette opkøb med et slag udvidede forretningen med næsten 50 % både salgs- og personalemæssigt. Integrationsprocessen forløber planmæssigt – ja, faktisk hurtigere end forventet, hvorfor der i 2018 blev afholdt større udgifter til integrationen end først antaget (udgifter er rykket frem). Der var estimeret udgifter hertil i 2018 på 10-15 mio. kr., men det faktiske tal blev 18 mio. kr. og skyldes udelukkende, at det går hurtigere fremad end oprindeligt ventet. iStone blev købt med en trinvis overtagelse, og prisen vil blive reguleret i forhold til indtjeningens udvikling med restbetaling i kvoter i 2019 og 2020. Der er indledningsvist opnået en ejerandel på 51 %, hvorved der fremkom den ønskede aktiemajoritet. Strategien er fortsat, at de to selskaber senest 01-01-2021 skal fremstå som én enhed med fælles navn og hovedkontor.

Integrationsprocessen kaldes "Stronger Together". Det har allerede ført til, at de to organisationer er blevet fusioneret i Norge, og det globale center i Indien er blevet yderligere udbygget for at kunne håndtere ekstra arbejdsopgaver, herunder support 24/7.

Udfordringerne i USA er desværre fortsat igennem året. Der var ingen nem løsning på disse udfordringer, og derfor forsøger ledelsen fortsat at tilpasse udgiftsniveauet, så det passer til det reducerede forretningsomfang.

Aktiviteterne i Litauen er blevet lukket ned, mens man har foretaget et lille opkøb af Hät System i Estland.

Salget voksede med hele 54 %, mens EBITDA "kun" steg med 22 %. Indtjeningen er altså ikke fulgt med op i samme tempo, hvilket skyldes de fremrykkede udgifter til integrationen, og at indtjeningsmarginerne i iStone i udgangspunktet ligger lavere end hos Columbus. Det skal på sigt forbedres og sikre voksende indtjening i den nye, langt større koncern. Synergier skal bidrage til at løfte indtjeningen.

Serviceforretningen voksede med hele 74 % til 1.432 mio. kr. og udgjorde dermed 76 % af koncernens omsætning på 1.875 mio. kr. Denne forbedring skyldes de førnævnte opkøb men også, at det er lykkedes at løfte konsulenternes fakturerbare timer fra 52 til 54 %. Grænsen for antal fakturerbare timer ligger formentlig omkring 60 %, så på dette punkt er der fortsat plads til forbedring.

Columbus opnår de højeste marginer på salget af egen software (abonnementer og licenser). Dette forretningssegment voksede med 24 % til 103 mio. kr. Salg af egne Cloud-løsninger steg fra 6,3 til 15,5 mio. kr. For Columbus har det stor betydning, hvis salget af egen software kan blive løftet, og denne proces er i gang. Endelig skal det nævnes, at gentaget salg, hvor der er høje marginer og som giver høj visibilitet omkring udførelsen af opgaverne, steg med 26 % og nu udgør 23 % af koncernsalget. Columbus Care er en vigtig del af gentaget salg og omfatter supportopgaver 24/7. Her steg omsætningen med hele 48 %. Columbus Care er en vigtig funktion i bestræbelserne på at fastholde kunderne længst muligt – ideelt vil man holde på kunderne i al fremtid.

Bortset fra udfordringerne i USA er 2018 således forløbet planmæssigt, om end man ikke helt kom i mål med et salg i niveauet 2 mia. kr. (1.875 mio. kr.) og et EBITDA-resultat på cirka 200 mio. kr. (181 mio. kr. efter hurtigere end forventede integrationsudgifter). Vi lægger stor vægt på, at integrationen af iStone forløber hurtigere end oprindeligt planlagt, idet dette opkøb for alvor skal give vækst i selskabet på sigt. Regnskabet var nogenlunde på niveau med selskabets egen Guidance og må derfor betragtes som tilfredsstillende.

9 Doors to Digital Leadership



Der er et voksende behov for digitalisering i erhvervslivet. Det dækker over mange opgaver såsom forretningsudvikling, planlægning, opfølgning, kvalitetssikring, risikominimering, e-handelsløsninger og hele processen forbundet hermed, kundeoplevelser, indsamling, bearbejdning og brug af data med henblik på mersalg m.m. Data om kunderne er "guld" for en virksomhed, men kun hvis man har de rette redskaber til at gøre brug heraf. Det hjælper løsninger fra Columbus med at udføre.

Det drejer sig om at kunne tilbyde kunderne værdiskabende total løsninger, der skaber høj sikkerhed, reducerede udgifter, mulighed for mersalg m.m.

Columbus' kerneforretning er fortsat rettet mod fødevarer-, detail- og produktionssegmentet, hvor man står stærkt. Denne type af virksomheder er underlagt en række krav med regulering, kontrol og lovgivning omkring kvalitetsstyring. Da mange af kunderne består af koncerner med datterselskaber i en række lande, skal Columbus også kunne håndtere deres underafdelinger med implementering af nye it-systemer og support. Columbus er stærkt forankret overfor denne kundegruppe, der kan serviceres med de rette produkter på rette tid og sted. Kundetilfredsheden følges tæt af ledelsen via loyalitetsprogrammet ColumbusPulse.

Columbus bidrager med sine CRM-, ERP-, cloud- og e-handelsløsninger til at sikre kunderne effektiv styring af salg, økonomi, logistik og produktion samt e-handel. iStone bidrager med vigtig viden omkring e-handel, mens købet af HIGH Software har åbnet et nyt marked – it-løsninger til at håndtere udlejning (rental + leasing). Med HIGH Software og iStone har Columbus udvidet sit produktudbud og

kundekredsen markant. 9 Doors to Digital Leadership skal fastholde og udbygge selskabets førerposition på dette felt og er derfor en vigtig vækstdriver fremadrettet. Produktpaletten er komplet, og man kan tilbyde kunderne en bred vifte af værdiskabende løsninger.

Columbus har en ambition om at være "best in class" og en ledende aktør i digitaliseringsprocessen, så de kan understøtte kundernes udrulning af moderne løsninger med værdiskabende produkter. Det kræver konstant tilpasning af produktporteføljen, der nu udmønter sig i 9 Doors to Digital Leadership. Produktmæssigt og geografisk står Columbus stærkt. Nu gælder det om at skabe positive synergier imellem Columbus og de senest købte selskaber, så potentialet for salg og indtjening kan udnyttes samtidig med at omkostningerne holdes under kontrol.

Fremtiden for Columbus

På den korte bane gælder det om at fortsætte integrationsprocessen, så iStone og Columbus pr. 01-01-2021 fremstår som én enhed. Det skal ske uden tab af vigtige medarbejdere, der er virksomhedens afgørende aktiv, og uden tab af kunder. Produktpaletten er komplet og rummer værdiskabende løsninger for slutkunden. Nu gælder det om at løfte salg og indtjening og opnå det optimale omkring synergier ved sammenlægningen af iStone under Columbus.

For 2019 forventer ledelsen et salg i niveauet 2 mia. kr. Det svarer til +6-7 % - altså en ganske pæn vækst. EBITDA forventes at stige til 240 mio. kr. (heraf skyldes 36 mio. kr. ændrede regnskabsregler (IFRS) for leasing) svarende til en bruttomargin på ca. 12,0 %. Det er en betydelig forbedring i forhold til 10,8 % i 2018. Salget af Columbus Software forventes at stige moderat til 110 mio. kr. (+6,8 %). Politikken er fortsat at udlodde 10 % af aktiens nominelle værdi i udbytte.

Prognosen frem mod 2021 lyder på en årlig gennemsnitlig organisk vækst på 3-5 %, hvilket vi anser for en meget forsigtig Guidance. Synergier, bedre salgsmix m.m. skal sikre en fremgang i indtjeningen til en EBITDA-margin på 13 %. Gentagen omsætning, hvor der er høje marginer og som bidrager til at fastholde kunderne over tid (abonnementssalg, support m.m.) skal i 2021 udgøre over 25 % af koncernsalget. Vi finder de opstillede mål opnåelige. Dog skal det fremhæves, at vi ikke er imponerede over en organisk vækstrate på gennemsnitligt 3-5 % i en branche, der nyder godt af virksomhedernes store satsning på digitalisering. Det kan gøres bedre.

Columbus som investering

Kursmæssigt blev 2018 ikke et godt år for Columbus-aktien. Kursen faldt nemlig fra 14,8 til 12,7 ultimo 2018 svarende til et fald på -14 %. Det er sket i kontrast til, at selskabet kvartal efter kvartal leverer resultater i henhold til udstukne finansielle målsætninger. Investorerne kræver givetvis en større risikopræmie ved investering i aktien henset til de operationelle risici, der naturligvis er forbundet med at integrere sidste års meget store køb af iStone. Heldigvis forløber denne integration planmæssigt og uden, at der er opstået alvorlige udfordringer. Det er et vigtigt punkt, at iStone har den forventede indre kvalitet og dynamik – samt at det ikke røkkedes af ejerskiftet.

Et andet punkt som investorerne formentlig har fokus på er, at goodwillposten vokser i takt med de gentagne opkøb. Goodwillposten er dog kun et problem, såfremt der måtte opstå uventede problemer med indtjeningen i integrationsprocessen. Det ser heldigvis ikke ud til at være tilfældet. Samtidig kan det indvirke negativt på investorernes syn på aktien, at den organiske vækst er lav, så fremgangen i de senere år primært er skabt via gentagne opkøb.

I vores optik bør ledelsen fastholde fokus på at sikre en smidig integration af iStone og derfor også midlertidigt stoppe for nye opkøb. Markedets tillid og interesse for aktien skal genskabes ved at man fortsat leverer resultater i forhold til de opstillede finansielle mål. Vi er lidt overraskede over, at man kun sigter mod en vækst i salget på 3-5 % gennemsnitligt i perioden til og med 2021, men uanset det vil indtjeningen alt andet lige kunne stige i et hurtigere tempo. En vigtig forudsætning herfor er, at det lykkes at bringe overskudsgraden i iStone op på Columbus-niveau uden tab af kunder. Produktmæssigt står Columbus stærkere end nogensinde før med en komplet produktpalette rettet mod en veldefineret kundegruppe, hvor man i forvejen nyder stor anseelse. Desuden er det geografiske område nu blevet udvidet med især Sverige som et stort og vigtigt marked, hvorfra ekspansion ud i verden kan foregå baseret på koncernrelationer. Kundetilfredsheden er høj, og derfor er odds gode for at kunne fastholde kunderne over lang tid. Set i forhold til andre danske it-relaterede selskaber handler aktien på væsentligt lavere og dermed attraktive multipler.

Selskab	Kurs	Børsværdi (mio. kr.)	P/E 2018	PE 2019E
Columbus	12,5	1.558	16,0	13,9
NNIT	176	4.400	18,5	17,1
Netcompany	236	11.800	64,6	32,7
SimCorp	657	26.609	45,6	39,0

Samlet betragtet er vores vurdering af Columbus positiv. Der er tale om en aktie, der burde kunne rumme en pæn upside potentiale. Risikoen består i forløbet af integrationen af iStone. Hvis man undgår alvorlige "bump på vejen" frem til 01-01-2021, vil det nye Columbus til den tid fremstå stærk som én enhed. En ny fase med fælles ekspansion skal så indledes. Langsigtet køb er derfor vores vurdering.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Columbus er dygtige til at udbyde værdiskabende produkter og it-løsninger (CRM, ERP, e-handel, cloud, sikkerhed). Produktporteføljen er løbende blevet udvidet, dels ved egen udvikling og dels via relevante opkøb. Ledelsen har bevist dygtig evne til at foretage komplementære opkøb og hurtigt foretage en succesfuld integration. Voksende andel af gentagen omsætning vidner om tilfredshed hos kunderne. Det globale center i Indien sikrer service 24/7, ensartethed i løsningerne og konkurrencedygtige omkostninger. Købet af iStone rummer nye muligheder for vækst ved krydssalg til kunder i hhv. iStone og Columbus. Forretningsmodellen er skalerbar og rummer stordriftsfordele.

Svagheder

Den organiske vækst har været for lav i det gamle Columbus. Fremdriften er næsten udelukkende opnået via opkøb. Aktiviteterne er afhængige af projektsalg og skiftende, nye opgaver. Man er tæt på det maksimalt mulige omfang i fakturering af konsulenternes tid.

Muligheder

Efter købet af iStone og HiGH Software kan der åbnes op for salg i en række nye lande med mulighed for mersalg på kryds af selskaberne. Bruttooverskudsgraden (EBITDA) forventes løftet til 13 % i 2021. Den markedsmæssige position er blevet styrket markant ved købet af iStone. Columbus er en take-over mulighed.

Trusler

Der er behov for fastholdelse af kunder og medarbejdere i iStone plus en gnidningsfri integration. Gentagne opkøb har i de senere år medført en stigning i bogført goodwill og andre immaterielle aktiver til 1.084 mio. kr. Den bogførte egenkapital er tilsvarende på 636 mio. kr. Det forhøjede aktivitetsniveau indebærer stor følsomhed over for eventuelle problemer med indtjeningen (impairment test). Selskabet er afhængig af positive samarbejdsrelationer med store it-koncerner (systemleverandører) på den ene side og krævende virksomhedskunder på den anden side.

Regnskabstal

I mio. kr.	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	1.123	1.193	1.219	1.875	2.025
EBITDA	105	144	149	181	240
Afskrivninger	29	33	39	64	90
EBIT	75	105	107	108	150
EBT	83	107	102	115	145
Netto efter minoriteter	65	81	95	95	113
Balance	698	838	852	1.633	1.800
Immaterielle aktiver	400	514	543	1.084	1.050
Egenkapital (moder)	386	470	549	636	730
Gns. antal ansatte	1.080	1.105	1.194	1.845	1.950
EBITDA-margin i %	9,2	12,1	12,2	9,7	11,9
Res. pr. aktie	0,57	0,7	0,8	0,78	0,90
Indre værdi	3,4	4,04	4,59	5,23	5,86
Udbytte	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Egenkapitalforrentning%	18,2	18,9	18,7	16,0	16,5

**Seneste fire analyser:**

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
06-12-2018	13,0	Køb	Køb
29-08-2018	16,9	Køb	Køb
04-05-2018	15,4	Hold	Køb
11-04-2018	15,0	Hold	Køb

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 Svendsen ejer ikke 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.