

Konklusion

Columbus fortsætter med at levere regnskabstal, der lever op til målsætningerne i Columbus15 planen. Den organiske vækst i salget er flad, men tilkøb sikrer en høj vækst, der også forplanter sig til et stigende EBITDA-bruttoresultat. Sidste år opstod der udfordringer i Norge med fragang af en række vigtige medarbejdere. En løsning af problemerne er igangsat, Uden disse problemer ville EBITDA være steget med hele 54%. Opkøb har præget udviklingen i de senere år, hvor det ligeledes er lykkedes at opnå stigende lønsomhed. Man har formået at etablere en førende stilling som leverandør af softwareløsninger til Food, Retail og Manufacturing samt at øge salget af egenudviklet software. Den stærke position inden for brancheløsninger skal i de kommende år bidrage til at løfte indtjeningen yderligere. Columbus15 planen udløber i år, og målene ser ud til at blive opfyldt. Nu bliver det spændende at se, hvilken strategi ledelsen lægger for dagen for perioden frem til 2020. Efter vores vurdering har man nu sin base på plads for at kunne skabe ny vækst i både omsætning og indtjening. Tempoet i opkøb ventes reduceret, således at alle kræfter fremadrettet vil blive brugt på den eksisterende forretning.

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 sikre et stigende salg i USA, hvor man i år har gearret 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: 4,95

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 563 mio. DKK

Antal aktier: 113,7 mio. styk

Næste regnskab: Q3 den 03-11-2015



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 5,0 – 5,7 (før 5,3-6,5)

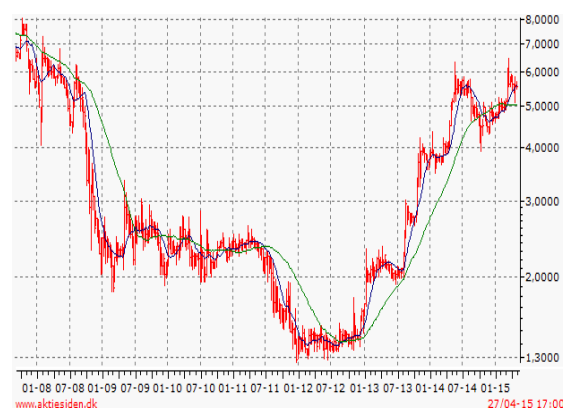
Kursudvikling 12-18 mdr.: 6,5 – 8,0 (før 6,5-8,0)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb d. 28-04-2015 v/ kurs 5,5.

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder efter H1 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 99 ultimo H1.

Kursgraf fra 2007 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 6,2 / lav: 4,3

Muligheder

Stigende salg af egne softwareløsninger kan øge indtjeningen betydeligt. Mulighederne for salg af løsninger i e-commerce er store. Købet af Dynamics Anywhere udvider den eksisterende forretning med mulighed for mersalg. Købet af InterDyn BMI styrker positionen i USA. Stram styring af konsulenternes arbejde giver mulighed for at fakturere flere timer. Selskabet står stærkt i segmenterne fødevarer, detail og produktion, hvilket giver stordriftsfordele. Global Delivery Center i Indien udbygges fortsat for at udnytte stordrift og reducere omkostningerne.

Risici

Stagnation i det organiske salg er den største risiko. Tab af momentum i salget i USA og udfordringerne i Norge med fragang af en række konsulenter skal løses. Fastholdelse af medarbejderne er 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 over 1.000 medarbejdere (i gennemsnit 889 ansatte i 2014). De mange nye medarbejdere er kommet primært som følge af købet af InterDyn BMI pr. 31-01-2015.
- Columbus er en international konsulentvirksomhed, der sælger softwareløsninger og ledsagende, værdiskabende konsulenttydelser primært til fødevarer- 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 erhvervs kunder.
- 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.
- Produktsortimentet omfatter ca. 15 egne softwareløsninger, hvoraf de bedst sælgende er Columbus Advanced Manufacturing (samler interne processer fra start til slut i en proces), Columbus Mobility Solutions (cloud-løsning) og Columbus RapidValue (program til identifikation og optimering af arbejdsgangen hos selskabets kunder). Desuden skal fremhæves Columbus F&B (Food & Beverage), der er specialdesignet til fødevarer virksomheder, Columbus eCom til kommunikation og support af salg samt Columbus Multi Channel Retail og Columbus Webstore.
- 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. 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.

Fortsat højt tempo omkring opkøb

I år har Columbus fortsat sin politik omkring opkøb. Det vigtigste og største køb omfatter InterDyn BMI i USA, der blev købt i januar. Der er tale om en konsulentvirksomhed med 130 ansatte og geografisk repræsentation på tværs af USA. Købet har til formål at styrke selskabets salg af branchespecifikke løsninger til kerneforretningen: fødevarer- og detailhandelssektoren samt produktionsvirksomheder (Food, Retail og Manufacturing). I maj købtes de danske konsulentvirksomheder MW data og MW Solutions, der har specialviden inden for produktion. Nyeste køb er foretaget den 01-07 og omfatter det amerikanske selskab Sherwood Systems, der har en portefølje bestående af 300 kunder. Fælles for alle opkøb i de senere år er at styrke Columbus' detailviden og markedsposition inden for dets kerneforretning, og med de seneste køb i USA har man opnået et stærkt brohoved til fremtidig ekspansion. Inden købet af Sherwood Systems havde Columbus 24 kontorer i USA med 250 ansatte. Grundet de mange opkøb i USA er salget kraftigt stigende i denne geografiske region. Umiddelbart er det vores vurdering, at de store opkøb er gennemført på fornuftige vilkår, og en del af købsprisen er gjort afhængig af den fremtidige udvikling. 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". Vi forventer nu et stop (pause) for opkøb med konsolidering og vækst i centrum.

Udviklingen i første halvår lever op til forventningerne

Udviklingen i første halvår lever op til ledelsens forventninger, og strategien fra Columbus15 planen følges til punkt og prikke. Omsætningen er vokset med 26% til 548 mio. kr. og EBITDA med +8% til 39,4 mio. kr. EBITA er negativt påvirket af udfordringerne i den norske del af koncernen, hvor en række medarbejdere sidste år valgte at skifte til en konkurrerende virksomhed. Det er vigtigt, at de norske aktiviteter forbedres. Columbus-ledelsen lover ikke en hurtig løsning men en gradvis forbedring i år og næste år. Jf. ledelsen er genopretningsprocessen godt i gang, idet en ny Country Manager er tiltrådt pr. 01-04-2015. Korrigeret for den negative udvikling i Norge ville EBITA være steget med 54%. Udviklingen i Østeuropa (Baltikum og Rusland) er også under pres som følge af ugunstig udvikling i værdien på russiske rubler og salg med for lavt dækningsbidrag. Østeuropa har dog en begrænset betydning. Salget i USA er mere end

fordoblet i H1, mens EBITDA bidraget er tredoblet. Det skyldes især opkøbet af InterDyn BMI, der fra næste år får fuld vægt. Forretningen i USA er blevet styrket med ansættelsen af en Country Manager i maj måned.

Salget af egen Columbus Software er steget med 57% og målet om et salg i år på 80 mio. kr. synes opnåeligt. For os er det vigtigt at salget af egne software-løsninger vokser, idet der her er en betydelig højere dækningsgrad end ved salg af ekstern software. Salg af industriløsninger stod i H1 for 78% af omsætningen, og overstiger dermed målet for året på 75%. Også dette punkt tillægger vi stor værdi, idet Columbus benhårdt satser på at blive markedsledende i salg af sådanne brancheløsninger, og det ser altså ud til at lykkes. Endelig er det også vigtigt, at andelen af fakturerbare konsulenttimer er på 56%. En tommelfingerregel er, at en forbedring af dette tal på 1% anslået vil forbedre bundlinjen med 10 mio. kr. Jf. oplysninger fra Columbus formodes grænsen for fakturering af det udførte arbejde at ligge i underkanten af 60%, da der i denne faktor også skal indregnes "tab" for virksomheden ved konsulenternes ferie, sygdom, kursusudtagelse m.m. Men der er altså fortsat plads til forbedring på dette punkt.

Global Delivery Center i Indien beskæftigede ved udgangen af første halvår 99 medarbejdere. Enheden opnåede en vækst på 32% i udførte kundeopgaver. Konceptet er meget lønsomt, idet man her opnår en meget høj dækningsgrad på det udførte arbejde, ligesom der etableres en ensartet udførelse af opgaverne på tværs i koncernen.

Væksten i første halvår er primært kommet som følge af opkøbene. Den underliggende forretning udvikler sig fladt, hvilket dog kan retfærdiggøres af det faktum, at selskabet jf. Columbus15 planen er i gang med af afslutte en stor transformationsproces.

Uændrede udsigter for 2015

Hovedpunkterne for 2015 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 – især på grund af de foretagne opkøb.
- 3) Den globale leverancemodell udbygges yderligere. 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 99 ved halvåret.
- 4) Indtjeningen i konsulentafdelingen skal fastholdes med et mål om at 55% af alle anvendte timer faktureres over for kunderne.
- 5) Selskabets geografiske fokusering skal fortsættes.
- 6) For helåret ventes fortsat en omsætning på 1.030 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 94 mio. kr. (hhv. 548,4 og 39,4 mio. kr. er opnået ved halvårets afslutning). Umiddelbart kan det forekomme ambitiøst at forvente et EBITA-resultat på 94 mio. kr., men det skyldes givetvis fuld effekt i andet halvår af opkøbet af InterDyn BMI.

Sidste fase af Columbus15 planen – hvad kan vi mon forvente af Columbus20 planen?

Det er sidste år i Columbus15 planen. Vi kan konstatere, at meget tyder på en fuld opfyldelse af planen, der ved lanceringen i 2011 forekom meget ambitiøs. Lønsomheden er genskabt ved at fokusere på at blive en ledende aktør inden for salg af softwareløsninger tilpasset detail-, produktions- og fødevareraktiviteter. Positionen er opnået ved at udvikle og levere egen software og løsninger, der skaber værdi for kunderne. Et andet mål var at øge betydningen af salg af egen software og reducere salget af ekstern software, hvilket også er opnået. Det globale center i Indien udvikler sig også efter hensigten. Ligeledes er der gennemført en koncentration på færre geografiske markeder, hvilket har påvirket indtjeningen positivt. Desuden er selskabet blevet bedre til at opnå betaling for udført arbejde.

Opkøb har været en central del af Columbus15 planen i takt med at fremgangen gav styrke hertil. Købet af Omnica i England sidste år tilførte selskabet stor ekspertise inden for e-handelsløsninger. Siden købtes Dynamics Anywhere, der besad viden omkring cloud-løsninger, hvilket slår igennem med en god udvikling i salget af Columbus Mobility Solutions. Købet af InterDyn BMI i USA og senest Sherwood Systems er et vigtigt led i strategien om at opnå en god base med salg i hele USA.

Ledelsen har lovet en ny strategiplan frem mod 2020 i forbindelse med fremlæggelsen af årsregnskabet i marts 2016. Vi ser med spænding frem mod denne 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.

Aktien som investering

Med ansættelsen af nye Country Managers i både USA og Norge synes ledelsen at have taget hånd om de opståede udfordringer. Der findes et stort potentiale for mersalg i USA, hvorfor det er vigtigt at fastholde momentum her. Problemerne i Norge er ved at blive løst, men genopretningen vil strække sig over de næste 1-1½ år. 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 visse udfordringer, men så sandelig også mange muligheder. I den kommende strategiperiode frem mod 2020 er der således begrundet tro på, at såvel salg som indtjening kan blive løftet. Hvis man for alvor får held med den store satsning på det amerikanske marked, vil aktieværdien af Columbus kunne blive forbedret markant.

Columbus har formået at opbygge en ledende position i markedet for salg af softwareløsninger til Food, Retail og Manufacturing. Her ser vi mulighed for at fortsætte den gode udvikling til gavn for indtjeningen. Udgifter til udvikling er afholdt, 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, 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, synes Upside i aktiekursen at kunne blive stor. Hvis der derimod opstår problemer med de tilkøbte selskaber, kan det føre til krav om nedskrivning af bogført goodwill. Selvom meget taler for opgang i aktiekursen, så er der også risici forbundet med en investering i aktien. Ib Kunøe (71) ejer over halvdelen af aktierne. Det er derfor af største vigtighed, at selskabet formår at fastholde hans interesse og tillid. Et generationsskifte på ejersiden er et spørgsmål som begynder at trænge sig på, men det må ses som et rent forretningsmæssigt emne. Det skal påpeges - så vidt vi kan forstå forholdene - at Ib Kunøe ikke har nogen intention om at nedbringe sin ejerandel. Uanset dette har spørgsmålet også stor betydning for de almindelige passive aktionærer, idet selskabets forhold og fremtidige udvikling kan blive ændret.

Stram styring fra ledelsens side er særdeles vigtig i en koncern, der er udvidet markant 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	30
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	730
Immaterielle aktiver	215	225	216	249	400
Egenkapital (moder)	275	273	280	326	375
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	3,30
Udbytte	0,0	0,0	0,125	0,125	0,15
Egenkapitalforrentning%	-4,0	-1,4	8,0	16,8	15,4



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.