

På kort sigt ser vi stigende risiko som følge af udfordringer i Norge, Nordamerika og ikke mindst Brexit. Integrationen af iStone forløber planmæssigt. Vi fastholder køb på aktien på langt sigt.

- Første halvår har været præget af en høj vækst i Q1 men aftagende i Q2. Organisk voksende salget derfor kun med 2 %. Det er i vores optik lidt skuffende, idet integrationsprocessen i forbindelse med sidste års store køb af iStone ellers forløber planmæssigt. Det burde allerede nu have affødt synergier, der have ført til højere salg og indtjening.
- Indtjeningen er efter vores vurdering til den svage side, hvilket dog kan forklares af enkeltstående udfordringer. Salget er under pres i Nordamerika, men her er en ny, kompetent ledelse kommet på plads i maj måned. Det giver begrundet tro på, at man snart igen kan genvinde vækstmomentum.
- De norske aktiviteter er negativt påvirket af et problem med løsning af en stor kundeordre til en fast pris. Der gives ikke uddybende forklaring herpå. Enten skyldes det at kunden ikke er tilfreds med udførelsen af opgaven, eller også har Columbus forregnet sig omkring tidsforbrug til opgaveløsningen. Generelt nævner selskabet, at man har igangsat initiativer for at forbedre de norske aktiviteter.
- Usikkerhed op til Brexit med deadline 31-10-2019 påvirker nu også de britiske aktiviteter. Forretningen i UK har ellers kvartal efter kvartal imponeret ved at levere bedre end budgetteret. 10 % af salget hentes i UK, så her ligger der en risiko.
- Det altafgørende for den langsigtede vurdering af Columbus som investering er integrationsprocessen med iStone, som man købte i 2018 og som med et slag udvidede forretningen og medarbejdertallet med 50 %. Processen forløber planmæssigt og intentionen er fortsat, at man skal fremstå som ét selskab med ét hovedkontor ved slutningen af 2020. Med iStone udvides produktpaletten og der bliver mulighed for krydssalg mellem tidligere Columbus og iStone kunder. Stordriftsfordele og stigende indtjening må forventes.
- I positiv forstand trækker det, at aktien er billig mål på nøgletallet P/E. Aktuelt prisfastsættes aktien til 12,8. Hvis man baserer udregningen på selskabets mål for 2021, lander P/E-tallet på 8,7, hvilket er billigt målt mod Peer-gruppen.
- Den største usikkerhedsfaktor på kort sigt er Brexit. Vi sænker derfor vores kortsigtede anbefaling til Hold, men på langt sigt (12-18 måneder) fastholder vi køb. Vi anser Columbus for at være et take-over emne.

Aktuel Kurs: 10

Børs: NASDAQ OMX Mid Cap

Markedsværdi: 1.246 mio. DKK

Antal aktier: 124,6 mio. styk

Næste regnskab: Q3 regnskab 06-11-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Hold (før køb)

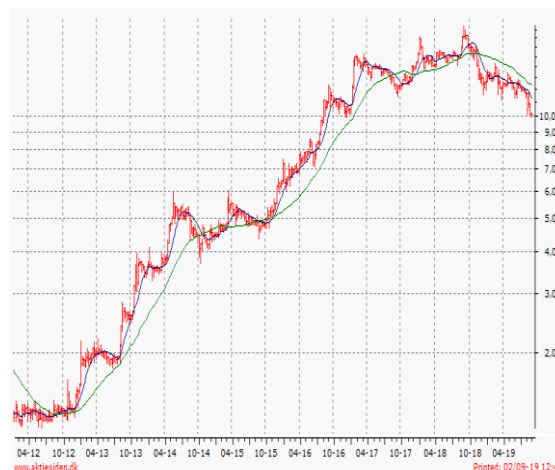
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 12 (før 12-16)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 – 18 (før 15-20)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb d. 14-05-2019 v/ kurs 13.

Kursgraf fra 2012 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 18,48/ lav: 9,94

Selskabets forventninger til 2019

Forventningerne til 2019 fastholdes, dvs. en salgsvækst på 6-7 % til niveauet 2,0 mia. kr. EBITDA forventes at stige fra 181 mio. kr. til 240 mio. kr., hvoraf 36 mio. kr. dog skyldes overgangen i IFRS-reglerne for leasing – altså netto en vækst på +13 % i EBITDA. Integrationsudgifterne er oplyst til 5-10 mio. kr., hvoraf 3,8 mio. kr. er bogført i H1. Salget af Columbus software ventes 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 over 25 % af omsætningen (23,4 % i H1).

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.

Fakta 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 vokset til 1.957 pr. 30-06-2019. Lønudgiften udgør ca. 59 % 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 leverer it-løsninger til håndtering af udlejning (rental + leasing). Generelt består Columbus' opgaver af 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).
- Produktpaletten samlet i "9 Doors to Digital Leadership" blev lanceret i 2018 og kunderne har taget godt imod tiltaget.
- 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. Svensk-baserede iStone benytter også flere andre softwareleverandører.
- Columbus har over 5.000 kunder på verdensplan, har implementeret over 8.600 business applikationer og løser ca. 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 koncentrerede salget til USA, Danmark, England, Rusland, Norge, Holland og de baltiske lande. De to store opkøb har skabt en betydelig salgskanal i Sverige og øget salget i Holland. Vesteuropa er det vigtigste geografiske område udgørende 73 % af salget fulgt af Nordamerika på 16 %. Opgjort for 2018 var landefordelingen: Sverige 26,4 %, Nordamerika 19,0 %, Danmark 18,7 %, UK 10,4 %, Norge 7,9 %, Holland 6,6 % og Rusland 3,5 %, mens resten af verden udgjorde 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). 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 regnskabsår.

Første halvår præget af udfordringer, men forventningerne til året fastholdes

I første halvår har Columbus opnået en koncernomsætning på 977 mio. kr. Korrigeres for sidste års frasalg af SAP ERP Business og Columbus Latvia svarende til 19,8 mio. kr. i omsætning er der tale om en organisk salgsvækst i første halvår på 2 %. Salgsvæksten var i Q1 på 7 %, mens Q2 har været præget af en vigende vækst. Der meldes også om vækst i salget af nye forretningsløsninger som Analytics & Business Insight, Customer Experience og Application Management (Columbus Care), hvor sidstnævnte har løftet salget med hele 16 % i første halvår. Cloud-forretningen udvikler sig også rigtig godt som følge af kundernes skift til at bruge denne service. Skiftet til cloud-løsninger har bevirket, at Columbus Software salget faldt med 12 % i H1. En vigtig faktor for faldet er dog også, at dette tal var ekstraordinært højt i den sammenlignelige periode året før.

EBITDA steg 7 % til 102 mio. kr. trods en nedgang på 14 mio. kr. relateret til US-aktiviteterne og afholdelse af 3,8 mio. kr. i integrationsomkostninger relateret til iStone (årets ramme for integrationsudgifter er 5 mio. kr.). EBITDA er positivt påvirket af godt salg af M3 og Commerce samt Columbus Care, hvortil kommer en positiv effekt fra overgangen til IFRS16 standard. Før skat er resultatet derimod faldet med 22 % til 50 mio. kr.

Specifikt nævner Columbus, at halvåret er karakteriseret af investeringer til videreudvikling af "9 Doors to Digital Leadership", integrationsprocessen i iStone, en længere end ventet turn-around proces i Nordamerika samt udfordringer med et stort projekt i Norge, hvor aftalen er indgået til en fast pris. Columbus mærker nu udfordringer med aktiviteterne i UK som følge af usikkerhed omkring Brexit.

Det langsigtede mål for tilbagevendende omsætning er 25 % i 2021, og her går det den rigtige vej, idet andelen i H1 er steget til 23,4 %. Dækningsbidraget er generelt højest på denne for form salg, hvorfor halvårets udvikling er positiv.

Integrationen af iStone forløber planmæssigt, og de to selskaber har siden 01-01-2019 opereret som et fælles selskab i Norge. Planen for integrationen på koncernbasis kaldet "Stronger Together" forløber planmæssigt, idet man opnår de ønskede synergier på tværs af forretningsenhederne. Det er særdeles positivt, da denne store integrationsopgave er vital for Columbus.

Udfordringerne i det amerikanske datterselskab er fortsat ind i Q2 og har belastet EBITDA med 14 mio. kr. i første halvår. Heldigvis er det med virkning fra maj måned lykkedes at få ansat en ny chef for Nordamerika, Chris Alagna. Han har mere end 20 års erfaring fra konsulentbranchen via ansættelser hos IBM, Avanana og senest 13 års beskæftigelse hos Hitachi Solutions. Så vidt vi kan vurdere det, passer hans profil perfekt til jobbet som chef for Columbus Nordamerika. Columbus meddeler, at Chris Alagna arbejder på en ny forretningsplan for at genoprette et positivt momentum i salg og indtjening. Da Nordamerika står for 16 % af koncernsalget, er det særdeles vigtigt, at hans plan lykkes. De kommende kvartaler skal vise, om der er strukturmæssige udfordringer på dette vigtige marked, eller om han lykkes med en genrejning.

Selvom integrationen af iStone forløber planmæssigt på de overordnede linjer, er der opstået en udfordring med en norsk iStone kunde. Der er tale om et stort projekt, hvor aftalen er indgået til en fast pris. Generelt er der iværksat tiltag for at forbedre salg og indtjening i Norge.

UK har historisk kvartal efter kvartal leveret højere vækstrater og indtjening end forventet. Columbus oplever dog vigende efterspørgsel og reduceret indtjening fra UK-aktiviteterne som følge af usikkerhed op til Brexit-afgørelsen. Premierminister Boris Johnson synes fast besluttet på at lade UK forlade EU med eller uden en aftale pr. 31-10-2019. Det giver usikkerhed for alle selskaber med aktivitet i UK. Columbus henter ca. 10 % af koncernomsætningen i UK.

Trods udfordringer fastholder ledelsen forventningerne til 2019, dvs. et salg i niveauet 2,0 mia. kr., heraf 110. mio. kr. fra Columbus Software omsætning og et EBITDA-resultat på ca. 240 mio. kr. I årets første seks måneder er der opnået et salg på 977 mio. kr., et Columbus Software salg på 49 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 102 mio. kr. For at nå målene skal Columbus levere særdeles stærkt i andet halvår. Ledelsen nævner, at målene er opnåelig som følge af en stærk ordrebook og ekstraordinært store ordrer under udførelse.

Integration af iStone forløber planmæssigt

I år budgetteres med integrationsudgifter på 5,0 mio. kr., hvoraf de 3,8 mio. kr. er afholdt i H1. Første halvår har budt på en række tiltag med det mål at opnå de ventede synergier. Der er etableret et fælles nordisk team med henblik på ansættelser og implementering af fælles retningslinjer for alle ansatte. Stadig flere it-opgaver udføres via en fælles platform. Servicedelen håndteres via en fælles løsning kaldet "ServiceNow". Ledelsesopgaver er blevet lagt sammen, hvilket også gælder aktiviteterne i Norge, der nu opererer som et fælles selskab. Succes med udførelse af opgaver i ét land overføres løbende til andre lande, fx Commerce, der er udvidet til UK og Danmark. En ny fælles website er desuden blevet lanceret.

Det globale center i Indien udvides, så man herfra også kan tilbyde løsninger med M3, Dynamics og AMS-ressourcer. Intentionen er, at stadig flere arbejdsopgaver skal kunne håndteres fra Indien.

Målet er fortsat, at iStone og Columbus senest ultimo 2020 skal fremstå som ét selskab med ét hovedkontor. Integrationsprocessen skal gennemføres uden tab af momentum i salget eller tab af kunder og medarbejdere. Samtidig skal overskudsgraden i iStone bringes op på Columbus-niveau. Lykkes processen, hvad meget tyder på, skal EBITDA-marginen i koncernen bringes op på 13 % i 2021.

Købsprisen vil blive reguleret i forhold til indtjeningens udvikling med restbetaling i kvoter i 2019 og 2020. Der er fra start opnået en ejerandel på 51 %, hvorved denne koncern kan indregnes i resultatopgørelsen for Columbus. Integrationen af både HiGH Software og vigtigst iStone ser ud til at forløbe planmæssigt.

9 Doors to Digital Leadership skal sikre et højt væksttempo

Sidste år lancerede Columbus en komplet produktpalette samlet under navnet **9 Doors to Digital Leadership**. Med denne totalløsning kan Columbus knytte kunderne til sig "for life" med løsninger dækkende forretningsudvikling, planlægning, opfølgning, kvalitetssikring, risikominimering, e-handel og hele processen forbundet hermed i form af kundeoplevelser, indsamling, bearbejdning og brug af data med henblik på mersalg m.m.

Der er tale om værdiskabende totalløsninger, der skaber høj sikkerhed, reducerede udgifter og mulighed for mersalg blandt andet via effektiv anvendelse af Big Data. Der er tale om CRM-, ERP-, cloud- og e-handelsløsninger, der sikrer effektiv styring af salg og e-handel, økonomi, logistik samt produktion. Den oprindelige danskbaserede forretning var rettet mod fødevarer-, detail- og produktionssegmentet, hvor man står stærkt. Columbus-løsninger bidrager til at kunderne kan overholde de voksende krav til regulering, kontrol og lovgivning omkring kvalitetsstyring m.m.

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.

Kundegruppen, markedssegmentet og kompetencerne blev udvidet betydeligt ved købet af HiGH Software og iStone sidste år. iStone bidrager nemlig med vigtig viden omkring e-handel, mens købet af HiGH Software har åbnet et helt nyt marked: it-løsninger til at håndtere forretning med udlejning (rental + leasing). Købet af iStone giver Columbus adgang til det store svenske marked.

9 Doors to Digital Leadership skal fastholde og udbygge selskabets førerposition og er derfor en vigtig vækst-driver fremadrettet. Produktpaletten er komplet, og man kan tilbyde kunderne en bred vifte af værdiskabende løsninger. I første halvår meldes der om stigende vækst i salget af Analytics & Business Insight, Customer Experience og Application Management (tidligere kaldet Columbus Care). Produkterne er blevet udvidet med stadig flere funktioner, og der meldes om god efterspørgsel. Med de nye produktpakker er der skabt basis for fortsat vækst i de kommende år qua stigende efterspørgsel og høj kundetilfredshed og -loyalitet.

Columbus er fortsat et godt køb dog med stigende risiko op til Brexit

Efter et halvår der af ledelsen betegnes som tilfredsstillende og på linje med forventningerne, har vi dog reduceret vores estimater for 2019. På denne baggrund kan vi estimere P/E 2019E (10,0/0,78) til 12,8. Det er betydeligt lavere end SimCorp og Netcompany, mens NNIT efter sin nedjustering handler til billigere multipler.

En aktie skal vurderes ud fra fremtidsudsigterne. Vi er overbeviste om, at købet af iStone vil bidrage til at løfte såvel salg som EBITDA-marginen til det ønskede mål på 13 % i overskudsgrad. Selskabet guider en årlig salgsvækst på 3-5 % til og med 2021. Gentagen omsætning, hvor der er høje marginer og som bidrager til at fastholde kunderne over tid (abonnementssalg, support m.m.), skal i 2021 udgøre en andel på over 25 %. Da integrationsprocessen med iStone forløber planmæssigt, anser vi de nævnte vækst mål for opnåelige.

Siden Thomas Honore trådte til som CEO i 2011, har selskabet opereret med fem-års planer, der er blevet opfyldt. Den nuværende fem-års plan blev justeret efter sidste år store opkøb i form af især iStone og sekundært HiGH Software. Her gælder det først og fremmest om at sikre en gnidningsløs integration. Henset til tidligere års evne til at leve op til egne mål, finder vi det sandsynligt, at indtjening pr. aktie kan stige til 1,15 i 2021. Dette forudsætter naturligvis, at udfordringerne i USA og Norge løses, samt at der ikke opstår udfordringer i integrationsprocessen. Ved den nuværende kurs på 10,0 handler aktien til en P/E 2021E (10,0/1,15) på blot 8,7. Det er uhørt billigt for branchen.

Samtidig ser vi Columbus som en take-over kandidat med storaktionær Ib Kunøe (75 år) i hovedrollen. Før eller siden forestiller vi os, at han vil afhænde sin dominerende aktiepost på 46,57 %. Det vil kunne åbne for et samlet bud på selskabet, hvilket vil være til gavn for de øvrige aktionærer.

Samlet er vores vurdering af Columbus positiv. På kort er der dog voksende risiko som følge af Brexit. Kortsigtet sænker vi derfor til Hold, men fastholder køb på langt sigt.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Columbus leverer værdiskabende it-produkter og løsninger. Produktporteføljen er løbende blevet udvidet, dels ved egen udvikling og dels via relevante opkøb. Med 9 Doors to Digital Leadership er paletten komplet. Ledelsen har været dygtig til at foretage relevante opkøb og hurtigt foretage en succesfuld integration. Stigende andel af gentagen omsætning vidner om tilfredshed hos kunderne. Det globale center i Indien sikrer service 24/7, ensartethed i løsningernes udførelse og konkurrencedygtige omkostninger. Købet af iStone tilfører 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 primært 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 åbnes for øget salg i en række lande med mulighed for mersalg på kryds af selskaberne. Bruttooverskudsgraden (EBITDA) forventes løftet til 13 % i 2021. Det aktuelle niveau er 10,4 %. Den markedsræssige position er blevet styrket markant ved købet af iStone og HiGH Software. Sidstnævnte åbner et nyt segment, rental og leasing (har stigende betydning salgsmæssigt for producenter af maskiner og udstyr, fx lastbiler). 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 stor stigning i den bogførte værdi af goodwill og andre immaterielle aktiver, som overstiger den bogførte egenkapital på 670 mio. kr. Det forhøjede aktivitetsniveau indebærer stor følsomhed over for eventuelle problemer med indtjeningen (impairment test). Selskabet er afhængigt af positive samarbejdsrelationer med store it-koncerner (systemleverandører) på den ene side og krævende virksomhedskunder på den anden side. Brexit udgør en tiltagende risikofaktor.

Regnskabstal

I mio. kr.	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	1.123	1.193	1.219	1.875	2.000
EBITDA	105	144	149	181	220
Afskrivninger	29	33	39	64	100
EBIT	75	105	107	108	120
EBT	83	107	102	115	118
Netto efter minoriteter	65	81	95	95	97
Balance	698	838	852	1.633	1.750
Immaterielle aktiver	400	514	543	1.084	1.050
Egenkapital (moder)	386	470	549	636	700
Gns. antal ansatte	1.080	1.105	1.194	1.845	1.950
EBITDA-margin i %	9,2	12,1	12,2	9,7	11,0
Res. pr. aktie	0,57	0,7	0,8	0,78	0,78
Indre værdi	3,4	4,04	4,59	5,23	5,61
Udbytte	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Egenkapitalforrentning%	18,2	18,9	18,7	16,0	14,2



Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
14-05-2019	13,0	Køb	Køb
24-04-2019	12,5	Køb	Køb
06-12-2018	13,0	Køb	Køb
29-08-2018	16,9	Køb	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 Svenssen 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.