

Derfor er Columbus en interessant langsigtet placeringsmulighed:

- Rekordresultatet for 2015 er blevet fulgt op af en salgsmæssig fremgang på 15 % i Q1 og en endnu større stigning i EBITDA-resultatet. Finansposter har dog medført en nedgang i nettoresultatet.
- Salg af egne softwareløsninger stiger, hvilket er vigtigt, da her der opnås et højt dækningsbidrag.
- Andelen af tilbagevendende omsætning skal stige og udgøre 30 % af koncernomsætningen i 2018. Det er et nyt mål, som vil kunne hjælpe med til at forbedre indtjeningen yderligere.
- Stram styring af de interne ressourcer har øget andelen af fakturerbare timer til 60 %. Der er fortsat plads til mindre forbedringer, selv om man nærmer sig grænsen for det maksimalt opnåelige på dette punkt.
- Columbus2020 planen har som hovedsigte at sikre kunderne adgang til værdiskabende produkter og herved at løfte salg og indtjening hos Columbus. Digitaliseringsprocessen vil tage yderligere fart i de kommende år, hvorfor der er basis for mersalg af produkter, der hjælper kunderne til at leve op til myndighedernes og kundernes (End Users) stigende krav, og som samtidig kan give konkurrencefordele og forbedret risikostyring. Markedet er der, og Columbus skal optræde som en troværdig leverandør af kvalitetsprodukter. Det giver mulighed for at opbygge langvarige kunderelationer, idet kundernes behov og ønsker sættes i centrum. Fokusering på løsninger til de tre brancher/kundetyper fastholdes.
- Midlertidige udfordringer i USA og Norge er ved at blive løst. Det ses af, at der i Q1 er opnået en betydelig fremgang i antallet af fakturerbare timer i netop disse to lande. Samtidig er omkostningerne i Norge bragt ned.
- Rusland rummer mere upside end downside risk efter flere år med vanskelige ydre forhold.
- Hvis ledelsen formår at leve op til rammerne fra Columbus2020 planen, estimerer vi en omsætning i 2018 nær 1,5 mia. kr. og et EBITDA-resultatet på 150 mio. kr. Baseret på selskabets forventninger til perioden 2016-2018 handler aktien til en P/E 2018E på blot 8,7. Der er derfor et stort potentiale i aktiekursen set over de næste år, men det kræver at planerne virkeliggøres.
- Vi finder aktien interessant. Det skal påpeges, at investering i en mindre sådan aktie med begrænset men stigende omsætning på børsen og med en storaktionær, der ejer ca. 50% af aktierne, er behæftet med risici.

Aktuel Kurs: 7,8

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 906 mio. DKK

Antal aktier: 116,2 mio. styk

Næste regnskab: Halvårsregnskab den 25-08-2016



Anbefaling:

Kort sigt: Hold (uændret)

Langt sigt: Køb (uændret)

Kursudvikling 0-6 mdr.: 7,5 – 8,5 (uændret)

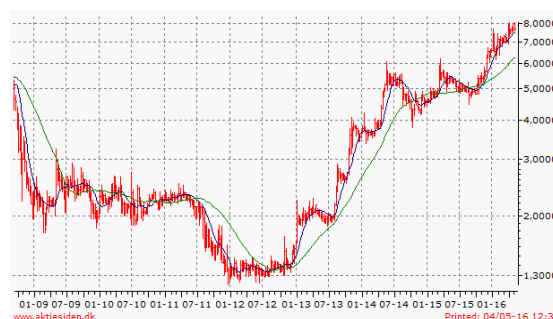
Kursudvikling 12-18 mdr.: 8,5 – 9,5 (uændret)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb d. 04-04-2015 v/ kurs 8,0.

Selskabets forventninger til 2016

Forventningerne til 2016 fastholdes efter Q1, dvs. en fremgang i omsætningen til 1,2 mia. kr. (+7%), og 14 % fremgang i EBITDA til 120 mio. kr. hvoraf 80 mio. kr. ventes fra serviceforretningen. De langsigtede mål frem til og med 2018 er 10 % vækst i salg og EBITDA samt at tilbagevendende salg skal stige og udgøre 30 % af omsætningen.

Kursgraf fra 2009 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 8,1 / lav: 4,82

Muligheder

Behov for øget digitalisering udgør et stort potentiale. Den stærke position i segmenterne fødevarer, detail og produktion giver stordriftsfordele. Fire opkøb sidste år vil indgå med fuld effekt fra i år. Effekten fra opkøb i år vil komme med en forsinkelse. Udfordringer i Norge er ved at være løst og rummer upside mulighed. Fortsat stram styring af konsulenternes arbejde kan øge antallet af fakturerede timer. Global Delivery Center i Indien sikrer ensartethed i support og udvikling af kundeopgaver med en lav udgift.

Risici

Begrænset organisk salgsvækst er et problem. Fastholdelse af medarbejdere er et vigtigt punkt, 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 den stadig større koncern. Eksponeringen mod Rusland udgør en risiko, men efterhånden burde downside risk være overstået. Det kan næppe blive meget værre.

Facts om Columbus

- Columbus, der blev etableret i 1989, beskæftigede sidste år i gennemsnit 1.080 medarbejdere (889 i 2014). Lønandelen udgør 54 % af omsætningen (2015). Opkøb af de fire selskaber Sherwood Systems og InterDyn BMI i USA samt MW Data og MW Solutions i Danmark har tilført ca. 200 ansatte. I år har selskabet købt Systemhosting pr. 01-02-2016. Opkøb indgår som en del af ledelsens udvikling af virksomheden. Man lægger vægt på, at nye tilkøb passer ind i profilen, og/eller at det vil styrke produktsortimentet i segmenter med god vækstmulighed.
- Columbus er en international IT-konsulentvirksomhed, der sælger softwareløsninger og ledsagende, værdiskabende konsulenttydelser primært til fødevarer- og detailhandelssektoren samt produktionsvirksomheder (Food, Retail og Manufacturing), dvs. IT-løsninger rettet mod behovet hos en veldefineret kundekreds. Der er tale om ERP- og Cloudløsninger beregnet til at styre kundens økonomi, logistik og produktion – altså værdiskabende produkter for erhvervskunder (Business-to-Business).
- Salget fokuserer på egne softwareløsninger, licenser, konsulenttydelser og support, hvor indtjeningen er højere end ved salg af ekstern software. Stigende vægt af egen software forbedrer dækningsbidraget og indtjeningsevnen (mix-forbedring). Det er en målsætning at bringe andelen af tilbagevendende omsætning op til 30 % af koncernomsætningen i 2018.
- Produktsortimentet omfatter en række softwareløsninger, hvoraf de bedst sælgende i Q1 var Columbus Business Integration Solution, Columbus Advanced Discrete Manufacturing Solution, Columbus Invoice Workflow og Columbus AX Anywhere.
- Hovedkontoret ligger i Ballerup, Danmark. Salget er koncentreret om Danmark, Norge, England, Baltikum, Rusland og Nordamerika. Geografisk står Vesteuropa for lidt over halvdelen af omsætningen. Salget i Østeuropa faldt i Q1 med 4 %, mens der var en fremgang på hele 35 % i Nordamerika, hvilket primært skyldes sidste års akquisitioner. Columbus er meget aktiv omkring brug af opkøb for at styrke koncernen som helhed såvel som i udvalgte lande, og integration af de opkøbte firmaer indgår heri. Selskabets udviklings- og kompetencecenter i Indien styrker konkurrenceevnen og giver ensartethed i løsningen af opgaver for kunderne, ligesom support varetages herfra. Omkostningsmæssigt indebærer denne placering en fordel.
- Ledelse: Thomas Honoré (født 1969) er koncernchef. Ib Kunøe (født 1943) er bestyrelsesformand og storaktionær.
- Ultimo 2015 havde selskabet 5.646 aktionærer (5.283 ultimo 2014) med en samlet navnenoteret ejerandel på 97,15 %. Consolidated Holding (Ib Kunøe) ejede pr. 04-04-2016 i alt 49,67 % af aktierne. Free flow af aktier udgør dermed 50,33 %.
- I 2015 blev der på børsen omsat 39,3 mio. aktier svarende til 35 % af de udestående aktier (69 % af Free Flow mængden). Opgjort i værdi steg omsætningen pr. børsdag sidste år til 870.000 kr. mod 760.000 kr. i 2014.
- 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.

Solid start på 2016

2015 var et rekordår for Columbus. De gode takter er fortsat i 2016, hvor sidste års fire opkøb og købet af Systemhosting pr. 01-02-2016 har bidraget til at løfte salget med 15 % til 275 mio. kr. EBITDA før aktiebaseret aflønning steg med hele 85 % til 26 mio. kr. Nedskrivninger og finansposter steg imidlertid også, hvorfor nettoresultatet faldt til 16,2 mio. kr. fra 21,2 mio. kr. i samme periode året før. Der meldes om en solid fremgang i serviceforretningen, primært i USA, og omsætningen i dette segment steg med 7 %. Omsætningen fra abonnementer steg med 15 %. Dækningsgraden er meget høj (ca. 50 %) på salg af egen software, og derfor er det et mål, at denne del af omsætningen skal skaleres yderligere op. Der er også en høj indtjening på tilbagevendende omsætning, hvorfor målet er at bringe denne del op til 30 % af koncernomsætningen i 2018. I Q1 udgjorde tilbagevendende salg 23 % af omsætningen, hvilket var uændret i forhold til samme periode sidste år. De norske aktiviteter har været igennem en fase med vakuum efter en konkurrent headhunted vigtige medarbejdere. Processen med at genoprette lønsomheden i Norge forløber planmæssigt og bidrager til at løfte indtjeningen i Q1. Det er nemlig på en og samme tid lykkedes at skære omkostningerne og samtidig løfte antallet af konsulenternes fakturerbare timer, således at der på koncernniveau er opnået en fakturering på hele 60 % (fra 56 %) af konsulenternes tidsforbrug. Det er en vigtig årsag til stigningen i EBITDA bidraget.

Geografisk steg salget med 7 % i Vesteuropa, der står for lidt over halvdelen af omsætningen. EBITDA-bidraget fra Vesteuropa udgjorde 13,9 mio. kr. Aktiviteterne i Østeuropa står for 11 % af salget. Her er det trods udfordringer i Rusland lykkedes at bringe EBITDA op fra 2,1 mio. kr. til 2,4 mio. kr. Nordamerika tegner sig for 38 % af salget efter en kraftig tilvækst på hele 35 % til 100 mio. kr. EBITDA herfra er steget fra 1,0 mio. kr. til 4,5 mio. kr. Det tilbagevendende salg står her for 25 % af omsætningen. Samlet kan det konkluderes, at udviklingen følger ledelsens mål. Det er samtidig særdeles positivt, at udfordringerne i Norge og USA er ved at blive løst. Det vil i sig selv bidrage til at løfte indtjeningen fremover.

Columbus2020 planen

Selskabet præsenterede den nye Columbus2020 plan i forbindelse med årsregnskabet i marts. Den afløser Columbus15 planen, der ved lanceringen i 2011 forekom ambitiøs. Målsætningerne er dog blevet opfyldt, og det giver investorerne tryghed, at selv en ambitiøs plan kan efterleves i praksis. Det er endda sket i en periode, hvor der opstod uventede afbræk i Norge, USA og Rusland.

Den nye Columbus2020 plan tager udgangspunkt i kunderne. Det gælder om at tilbyde værdiskabende produkter og services, der kan sikre og forbedre kundetilfredsheden og -loyaliteten. Målsætningen er at opbygge lange og tætte kunderelationer med deraf afledt stigende tilbagevendende salg af nye produkter. Internt stiller det krav til udvikling af de bedste produkter tilrettet kundernes behov og ønsker. Her er det intentionen fortsat at være en digital leder via innovation med udvikling af produkter, der forbedrer værdien af kundernes ERP-investeringer. Columbus satser på udnyttelse af cloud-baserede og mobile løsninger, der lever op til kundernes stigende krav til sikkerhed og kontrol. Belært af forløbet med et afbræk i Norge vil man tiltrække de bedste medarbejdere og søge at fastholde dem.

Myndighederne stiller krav om høj sikkerhed i produktionen (især i fødevarersektoren), og her vil Columbus være "best in class" med de rette produkter. Stort konkurrencepres og globaliseringen vil samtidig føre til et stigende behov for risikostyring i hele varekæden og omkring økonomien hos kunderne. Hensigten er således, at Columbus fortsat vil være førende i digitaliseringsprocessen ved konstant at udvikle de bedste, værdiskabende produkter, der kan sikre kunderne succes i driften af deres forretning. Produkterne vil primært omfatte ERP-systemer og Cloud platforme. Columbus vurderer, at mange virksomheder i de kommende år får behov for udskiftning eller optimering af bestående ERP-løsninger. Denne samme vurdering gør sig gældende hos ledende eksperter inden for IT.

Det er et delmål, at tilbagevendende omsætning i form af salg af software abonnemeter (egne såvel som tredjeparts), Cloud-løsninger og Columbus Care skal sikre stabilitet og god lønsomhed og i 2018 udgøre 30 % af omsætningen (23 % i Q1 2016). Salg af egne licenser og software (med højt dækningsbidrag) skal også løftes betydeligt. Serviceforretningen vil således få stigende betydning i koncernen, hvilket resultatet i Q1 allerede viser.

Support er en vigtig salgspareparameter. Ideen med høj kvalitet i support er at kunne fastholde kunderne over lang tid.

Udvikling af nye værdiskabende løsninger, metoder og procedurer, der er hurtigere, bedre, mindre risikofyldte og som giver kunderne et højt afkast er tillige med kvalitet og sikkerhed hjørnestenene i processen med at fastholde og udbygge Columbus' førende position i de udvalgte kundesegmenter.

Finansielt er målene for de næste tre år frem til 2018 at løfte salget med gennemsnitligt 10 % årligt, hvilket skal ske både organisk og via opkøb. Selv om der har været mange akquisitioner i de seneste år, er det altså fortsat intentionen at foretage opkøb, når muligheden byder sig. Målet for bruttooverskudsgraden opgjort som EBITDA er 10 %. Produktiviteten i serviceforretningen skal øges, ligesom softwareforretningen skal skaleres yderligere (stordriftsfordele skal udnyttes endnu mere) via vækst i salget.

I modsætning til tidligere sættes der ikke tal på, hvor stor en del af omsætningen, der skal komme fra salg af branchespecifikke løsninger eller noget mål for procentandelen af fakturerbare timer. Der har også tidligere været klare mål for, i hvilken grad Global Delivery Center i Indien påtænkes udvidet som fælles platform. Samlet er det vores konklusion, at Columbus2020 planen virker realiserbar, og i så fald vil indtjeningen fortsætte med at stige pænt (10+ % p.a.) i de kommende år.

Columbus aktien rummer upside

Som tidligere nævnt blev den ambitiøse Columbus15 plan opfyldt. Det giver troværdighed, at selskabet kvartal efter kvartal har leveret jævnfør målsætningerne. Vi har derfor også en tro på, at Columbus2020 planen kan gennemføres. I første omgang sigtes der mod 10 % væksttempo i salg og bruttoindtjening frem til og med 2018. Omsætning, EBITDA og nettoresultat kan dermed estimeres til mindst 1,5 mia. kr., 150 mio. kr. og 100 mio. kr. i 2018. Implicit handler aktien til en fremtidig P/E 2018E på kun 8,7. Da en aktie normalt vurderes ud fra forventningerne til det igangværende regnskabsår, der pt. er 2016, ligger 2018 altså kun to år fremme. En mekanisme, som har betydning for udviklingen, er amortiseringsposten (A i EBITDA), idet den "låses fast" i størrelse efter et opkøb. Dermed vil en stigning over tid i omsætning og EBITDA bidrag så at sige automatisk føre til en relativt større stigning i EBITA driftsoverskuddet.

En sammenligning med to selskaber fra selskabets Peer-gruppe, NNIT og RTX, viser, at Columbus aktien er vurderet til attraktive nøgletal. Kurs/indre værdi baseret på ultimokurser og de seneste årsregnskaber er for Columbus 2,0, for NNIT 6,4 og for RTX 2,6. P/E 2016 estimerer vi for de tre selskaber til henholdsvis 11,8 for Columbus, 19,2 for NNIT og 13,1 for RTX.

Columbus opnår primært sin vækst på baggrund af opkøb. Det rummer risiko for nedskrivning på bogført goodwill, såfremt der opstår afsporing i de tilkøbte aktiviteter. Det skal påpeges, at selskabet hidtil har haft særdeles godt styr på aktiviteterne, herunder integration af de tilkøbte selskaber, men det udgør en risikofaktor, som er næsten umulig at tage sig i agt for fra investorernes side.

Columbus har en stærk position i markedet for salg af softwareløsninger til de udvalgte segmenter i Food, Retail og Manufacturing. Her ser vi mulighed for, at den gode udvikling kan fortsætte til gavn for indtjeningen. Udgifter til udvikling af ny software og faglig kapacitet hos personalestaben afholdes upfront, hvorfor stigende omsætning i høj grad vil forplante sig ned på bundlinjen. Den stærke 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. Salg af egen software i USA er stigende men dog fortsat relativ lav, og dette uopdyrkede potentiale skal udnyttes. Satsningen på salg af Cloud-løsninger rummer også upside. Trods modgangen i Østeuropa i de seneste år har selskabet fastholdt satsningen på dette geografiske område. Her kan det næsten ikke blive værre, hvorfor der her er mere upside mulighed end downside risk, men indeværende år tegner også til at blive en skuffende ventetid.

En forholdsvis lav - men stigende - omsætning af Columbus aktier på børsen indebærer, at man skal tilpasse størrelsen af en investering i værdipapiret hertil. Storaktionæren, Ib Kunøe (alder 73 år) vil formentlig på et tidspunkt afhænde eller reducere sin aktiepost. Et sådant frasal vil qua hans store ejerandel givetvis komme minoritetsaktionærerne til gavn i form af et bud på selskabet som helhed. Vi har ikke fantasi til at tro, at Ib Kunøe er tilfreds med den nuværende markedsværdi, og som storaktionær vil han være aktiv i bestræbelserne på at gøre selskabet endnu mere lønsomt med henblik på at bringe aktieværdien yderligere op. Meget taler for videre opgang i børskursen efter afslutningen af den nuværende pause med udfladning omkring kurs 8,0.

Vi ser dog gerne, at selskabet snart vil være i stand til at skabe organisk vækst af overbevisende størrelse, idet de gentagne opkøb som tidligere nævnt også indebærer en række risici. Langsigtet køb er vores konklusion.

Regnskabstal

I mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	893	880	878	1.123	1.250
EBITDA	52	70	79	105	125
Afskrivninger	28	25	26	29	31
EBIT	24	45	53	75	94
EBT	19	37	59	83	97
Netto efter minoriteter	-4	19	51	65	75
Balance	500	483	550	698	775
Immaterielle aktiver	225	216	249	400	425
Egenkapital (moder)	273	280	326	386	450
Antal ansatte	850	840	889	1.080	1.125
EBITDA-margin i %	5,8	8,0	9,0	9,2	10,0
Res. pr. aktie	-0,04	0,18	0,46	0,57	0,66
Indre værdi	2,58	2,64	2,96	3,40	3,95
Udbytte	0,0	0,125	0,125	0,125	0,125
Egenkapitalforrentning%	-1,4	8,0	16,8	18,2	17,9



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.