

**Med en ny strategiplan er målet en årlig salgsvækst på ca. 10 % i 2023. Softwaresekskabet To-Increase sættes til salg, og vi estimerer en salgsspris i niveauet 400 mio. kr. Næste kurspåvirkende nyheder må blive frasalg af To-Increase og udnævnelse af en ny topchef.**

- Kundefokuseret indsats i kernemarkederne mod store kunder inden for fødevarer, detail og produktion skal sikre lønsom vækst fremover. Softwaresekskabet To-Increase sættes til salg. Fremadrettet vil Columbus fremstå som en ren konsulentvirksomhed uden egne softwaresystemer med fokus på værdiskabende løsninger til kunderne. Andelen af tilbagevendende omsætning er i årets første kvartaler på 25 %, hvilket vidner om høj kundetilfredshed.
- Desværre er der fortsat udfordringer med at bringe salg og indtjening op i datterselskabet i USA. Samarbejdet med den ledelse, som i 2018 blev indsat for at sikre en turn-around, er nu stoppet. En ny strategi er sat i gang. Efter Aktieinfos vurdering burde Columbus overveje at frasælge US-aktiviteterne, og i stedet samle fokus på kernekunderne i nærmærkederne.
- Ultimo 2020 skal det i 2018 tilkøbte iStone være fuldt integreret i Columbus. Hensigten er at skabe synergier, sikre mersalg på tværs af lande, øge fokus på e-commerce og løfte indtjeningsmarginerne i iStone. Restkøbesummen betales i år. Prisen bliver tilrettet nedad som følge af udfordringer med en tidligere iStone kunde i Norge og nedlukning af aktiviteterne i Spanien.
- Resultatmæssigt har Columbus klaret sig tilfredsstillende i et udfordrende år præget af Covid-19 og dermed udskydelse af en række kundeopgaver. I de næste tre til fire år vil selskabet fortsat nyde gavn af kundernes konvertering til Cloud løsninger og den fremadskridende proces med digitalisering. Efterfølgende skal konsulentopgaver sikre vækstmomentum.
- Kursmæssigt var året skuffende indtil den nye Focus23 strategiplan blev offentliggjort. Året startede i kurs 9,65. Kursen bundede i 4,9 under Corona-krisen, og lå så stille i niveauet 7,0 igennem september og første halvdel af oktober. Med strategiplanen har bestyrelsen opnået det ønskede – investorerne har fået øjnene op for de store værdier, som To-Increase rummer.
- Hvis Columbus lykkes med at opnå en høj salgsspris for To-Increase, får fundet en dynamisk topchef, sikret en gnidningsløs sammenlægning af iStone og Columbus og efterfølgende formår at levere på den nye strategi, kan upside for aktien blive stor. Aktien er betydeligt lavere prissat end andre børsselskaber inden for IT-konsulentydelse. Vores kursmål for aktien forhøjes.

Aktuel Kurs: 11

Børs: OMX Copenhagen Mid Cap

Markedsværdi: 1.371 mio. DKK

Antal aktier: 124,6 mio. styk



## Aktievurdering:

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 13 (før 6-8)

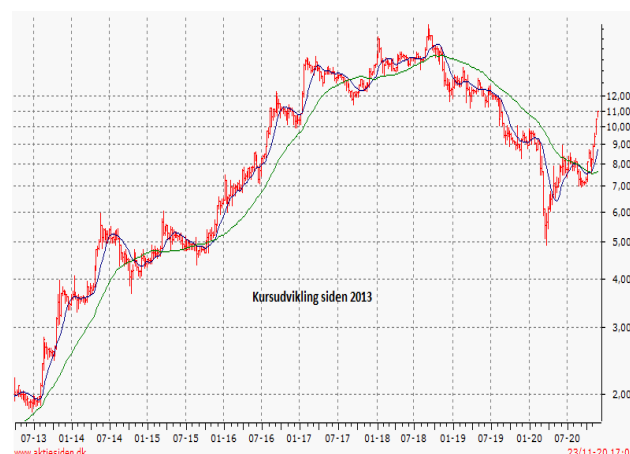
Kursudvikling 12-18 mdr.: 13 – 16 (før 9-11)

Næste regnskab: Årsregnskab marts 2021

## Selskabets forventninger til 2020

Columbus har fremlagt en ny strategiplan kaldet Focus23. Det primære mål er gradvist at øge salgsvæksten til min. 10 % i 2023. Det skal ske ved en fokuseret indsats rettet mod selskabets store kernekunder. I den forbindelse sættes To-Increase til salg og overgår derfor til status som en ikke-fortsættende aktivitet.

Omsætningen ventes uforandret at nå 1,75-1,85 mia. kr. (1,6-1,7 eksklusive To-Increase), mens EBITDA løftes med 15 mio. kr. til 190-200 mio. kr. (125-135 mio. kr. eksklusive To-Increase). Integrationen af iStone afsluttes i år, og resten af købesummen betales.



Seneste 12 måneder: høj: 11,2 / lav: 4,9

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 %. I januar 2020 har man købt Advania Business Solutions i Norge. Columbus beskæftiger knap 1.900 medarbejdere efter at der i marts-april blev opsagt 212 ansatte, hvilket begynder at gavne indtjeningen. Lønudgiften udgør ca. 60 % af omsætningen.
- Columbus er på vej mod at blive en ren international it-konsulentvirksomhed med salg af softwareløsninger og ledsagende, værdiskabende konsulenttydelser til erhvervskunder. Fokusgruppen er fødevarer-, detail-, produktionsvirksomheder (Food, Retail og Manufacturing). Generelt består Columbus' opgaver af end-to-end digitale løsninger som cloud, ERP, e-commerce, analytics, businessintelligence og drift af applikationer og infrastruktur, som er beregnet til at styre kundens salg, økonomi, logistik og produktion – altså værdiskabende produkter med afgørende betydning i driften hos de pågældende erhvervskunder (Business-to-Business). En komplet produktpalette samlet i "9 Doors to Digital Leadership" blev lanceret i 2018.
- Omsætningen kommer fra salg af eksterne softwareløsninger, licenser, konsulenttydelser og support. Hidtil har salget også omfattet egne softwareløsninger, men denne del af forretningen udfases, idet datterselskabet To-Increase netop er blevet sat til salg. Indtjeningen er ellers højere ved salg af egne løsninger end eksternt udviklet software. Med Columbus Care tilbyder man kunderne service og support 24/7.
- Microsoft er en vigtig samarbejdspartner. Microsoft Dynamics 365 er velegnet til brug i cloud-løsninger, hvilket Columbus satser offensivt på. Omlægning til cloud-løsninger indikeres af ledelsen til at rumme et stort potentiale i løbet af de næste tre-fire år.
- Columbus har over 5.000 kunder på verdensplan. Man har implementeret over 9.000 business applikationer og løser ca. 80.000 kundeopgaver årligt. Fem gange er Columbus blevet udnævnt som "Microsoft Global Partner of the Year". Selskabet har status som nr. 1 inden for digitale løsninger i Norden.
- Selskabets globale udviklings- og kompetencecenter i Indien (310 ansatte ultimo 2019) sikrer høj konkurrenceevne og giver ensartethed i løsningen af opgaver for kunderne, ligesom support varetages herfra. Omkostningsmæssigt og operationelt giver placeringen i Indien store fordele med adgang for de fleste kunder i hele deres normale arbejdstid.
- Hovedkontoret ligger i Ballerup. Indtil den markante udvidelse med købet af iStone i Sverige i 2018 var salget koncentreret om USA, Danmark, England, Rusland, Norge, Holland og de baltiske lande. De to store opkøb i 2018 åbnede en betydelig salgskanal i Sverige og Holland. Aktiviteterne i Norge er blevet styrket ved købet af Advania Business Solutions i januar i år. Vesteuropa er det vigtigste geografiske område med en andel på ca. 3/4-dele af salget. Landfordelingen for hele 2019 var: Sverige 26 %, Danmark 20 %, Nordamerika 16 %, UK 10 %, Norge 8 %, Holland 7 % og Rusland 4 %, mens resten af verden udgjorde 9 %. Strukturen i omsætningen er sammenhængende men kan opdeles således efter type (H1/2020): Softwareprodukter 22 (egne 5, eksterne 17), Services 78 %.
- Hans Henrik Thrane (født 1968) er CFO og fungerer midlertidigt som CEO indtil en ny topchef ansættes. Senior Management består af Hans-Henrik Thrane, COO Ole Fritze, Senior Vice President of Columbus Care Marianne Woldbye Tholin, CEO i To-Increase Luciano Cunha og CEO Sweden Markus Jakobson. Ib Kunøe (født 1943) er bestyrelsesformand og storaktionær.
- Ultimo 2019 havde selskabet 6.233 aktionærer (2018: 6.439; 2017: 6.172; 2016: 5.969). Der er en høj navnenoteret andel på 98,1 %. Consolidated Holding og Ib Kunøe ejer samlet i alt 46,54 % af aktierne. Det frie flow af aktier er ca. 50 %. Selskabet har et relativt stort warrant incitamentsprogram for de ledende medarbejdere.
- Columbus har til hensigt årligt at udlodde et udbytte på min.10 % af den nominelle aktiekapital svarende til 0,125 kr. pr. aktie. Udbyttebetaling for 2019 blev dog suspenderet. Aktien er noteret i Nasdaq OMX Mid Cap under tickerkoden COLUM.

## 2020 er et udfordrende år. Det afgørende punkt bliver, hvordan de udefrakommende udfordringer håndteres

Året startede med det højeste aktivitetsniveau nogensinde, men samtidig var og er der en række krævende opgaver på dagsordenen: afslutning af problemramt projekt i Norge, genopretning af indtjeningen i USA, forbedring af rentabiliteten i iStone, integration af denne store tilkøbte koncern ind i Columbus, en generel styrkelse af indtjeningen over hele linjen samt en udvidelse af salget af nye produkter fra HiGH Software (Rental og leasing). Desuden købte man i januar Advania Business Software, Norge.

I marts ramte Covid-19, og det gav anledning til en række forstyrrelser. Forud var gået år med stadig nye opkøb, og derfor en mere og mere sammensat koncern. Udfordringerne som følge af lock-down i bølge 1 af Covid-19 pandemien blev håndteret godt. Man gjorde brug

af offentlige hjælpeordninger, men valgte alligevel at opsigte 212 ansatte i marts-april. Inden da nåede man at tage 118 nye medarbejdere ind. Sådanne stop/go beslutninger er altid kostbare for en virksomhed.

Den stadig voksende koncern stiller store og nye krav til topledelsen, og bestyrelsen valgte i august at stoppe samarbejdet med CEO Thomas Honoré efter ni år på topposten. Der var brug for nye kompetencer, og det synliggøres i den nye strategi, hvor man skifter til at blive en mere stringent konsulentvirksomhed. CFO Hans Henrik Thrane har midlertidigt overtaget posten som CEO, men også bestyrelsesformand og storaktionær Ib Kunøe synes at have taget fat i dirigentstokken midlertidigt. En ny strategiplan kaldet Focus23 er netop blevet offentliggjort, og eksekveringen af den skal sikre fornyet profitabel vækst, hvilket vi ser nærmere på her i analysen.

2020 bliver et år præget af ekstraordinært mange udfordringer. Covid-19, topchefens exit, udfordringer i Norge som følge af et projekt udbudt til fast pris, fortsat skuffende udvikling i USA med fyring af topchefen i Q3 i år, salg af aktiviteterne i Spanien (overtaget via iStone), og naturligvis den store integration mellem Columbus og iStone.

Set i lyset af de mange udfordringer er Columbus kommet pænt igennem årets første ni måneder. Omsætningen er dog faldet med 5 % til 1.241 mio. kr., EBITDA med 10 % til 110 mio. kr. (uden ekstraordinære poster er EBITDA-udviklingen dog stabil), resultat før skat er faldet 25 % (uden ekstraordinære poster er faldet kun 16 %), tilbagevendende omsætning er steget med 6 % og udgør 25 % af koncernomsætningen, Columbus Care salget er vokset med 16 % til 121 mio. kr., og Cloud Services er steget med 35 % til 40 mio. kr.

Lavere aktivitetsniveau har ført til stram fokus på omkostningerne, hvilket har modvirket nedgangen i salget. År til dato er personaleomkostningerne faldet 1 % til 784 mio. kr. og 4 % alene i Q3 (afskedigelserne i marts-april begynder at slå igennem). Eksterne omkostninger er år til dato faldet 9 % til 109 mio. kr. og med hele 21 % i Q3. Når EBITDA alligevel falder skyldes det en hensættelse på et projekt i Norge, der var udbudt til fast pris, men arbejdet har vist sig mere omfangsrigt end forventet ved tilbudsgivningen. Desuden er der afholdt udgifter til lukning af aktiviteterne i Spanien, som blev overtaget i forbindelse med købet af iStone. Denne merudgift vil dog blive kompenseret via earn-out aftalen med iStone (reduceret betaling).

US-aktiviteterne udgør fortsat en voldsom udfordring efter en nedgang i salget i Q1-3 på 16 % (-23 % i Q3). Medio sidste år blev der ellers indsat en ny ledelse med det klare formål at vende udviklingen og skabe ny vækst. Det er ikke lykkedes, og samarbejdet med topchefen er stoppet. En ny strategi er blevet fremlagt med opdeling i to forretningsenheder, hvor den ene afdeling fokuserer på salg til store kunder og den anden på salg til mindre- og mellemstore kunder. Udfordringerne i USA krævede sidste år en nedskrivning af bogført goodwill på 90 mio. kr. Resterende bogført goodwill i USA udgør fortsat 126,5 mio. kr. – et beløb der kun kan retfærdiggøres af udsigt til en markant forbedring af indtjeningen i US-aktiviteterne. Efter Aktieinfos vurdering burde man overveje at frasælge US-aktiviteterne.

Nettoresultatet for Q1-3 andrager 52,2 mio. kr. efter skat baseret på en omsætning på 1.241 mio. kr. EBITDA-marginen er oplyst til 8,9 % og EBIT-marginen til 5,4 %. Resultat pr. aktie er på 0,31 kr. for de fortsættende aktiviteter og 0,42 kr. inklusive det hele. Det er en udfordring, at indtjeningen er for lav, og hidtil har den organiske salgsvækst også været for lav. Væksten er primært opnået via opkøb. Det sagt, så mener vi fortsat, at Columbus er en spændende case med Upside i aktiekursen. Fokusering på kernekunderne ser vi som en positiv ændring i den nye strategi frem mod 2023. Vi anser fortsat Columbus som en potentiel Take-Over kandidat i forbindelse med et muligt generationsskifte på ejersiden.

Henset til Covid-19 situationen afgav Columbus-ledelsen ingen Guidance for 2020 i forbindelse med årsregnskabet for 2019. Siden har man fremlagt en Guidance for årets salg på 1,75-1,85 mia. kr., hvilket bekræftes af Q3-regnskabet. EBITDA prognosen løftes med 15 mio. kr. til 190-200 mio. kr. Fraregnet To-Increase, der nu betragtes som et aktiv sat til salg, ventes salget at nå 1,6-1,7 mia. kr. og EBITDA ventes at ligge i intervallet 125-135 mio. kr. Implicit ventes i år et salg fra To-Increase på ca. 150 mio. kr. og et EBITDA-bidrag herfra på rundt 65 mio. kr. To-Increase er derfor et stort aktiv, der må kunne indbringe en ganske høj salgspris.

### Ny strategiplan – Focus23

Hovedmålet i den nye strategiplan er at løfte væksttempoet på en rentabel måde til 10 % årligt i 2023. Det skal ske via tre strategiske elementer: "Empower, Sustain and Delight". Forretningsmodellen skal gøres mere fokuseret og forenklet rettet mod nøgleindustrierne, som er større virksomheder inden for fødevarer-, detail- og produktionssegmenterne. Det skal finde sted ved at tilføre værdiskabende løsninger til gavn for kundernes digitaliseringsproces via produktpaletten kaldet 9 Doors to Digital Leadership. Kort fortalt: Øget kundefokus med tilbud om digitale systemløsninger, som skal skabe varige kundeforhold "for life". Her spiller kompetencecentret i Indien en vigtig rolle i bestræbelser på at løse kundernes opgaver på en ensartet og effektiv måde. Brug af digitale platforme skal sikre, at kunderne vælger Columbus som deres betroede it-partner – også selvom man ikke nødvendigvis har lokal tilstedeværelse i kundernes hjemlande. Medarbejderne skal uddannes via Global Academy m.m. for at sikre en klar kundefokuseret struktur og indsats. Det gælder altså om kontinuerligt at levere kunderne værdiskabende løsninger for at fastholde dem i så lang tid som muligt. Det drejer sig om øget kundefokus og en agil tilgang med vægt på konsulenttydelser. Med To-Increase sat til salg, satser man fremadrettet på at løse opgaver for kunderne via eksterne softwareprogrammer – altså ikke længere via implementering af egne softwareløsninger.

To-Increase vurderer vi til at kunne indbringe en høj salgspris, da der er tale om et segment med høj indtjening (forventet EBITDA i år på 65 mio. kr. ud af en omsætning på 150 mio. kr.). To-Increase er bogført med en goodwill værdi på 81,9 mio. kr. Vi gætter på, at der kan opnås en salgspris på muligvis 400 mio. kr., men der er tale om et meget usikkert skøn. Frasalget vil give en gevinst og tilføre likviditet.

Fokusering på store kunder er naturligvis godt, men omvendt vil det – hvis vi har forstået tingene korrekt – også betyde farvel til opgaver for mindre kunder. Implicit vil man blive mere afhængig af de store kunder, hvilket både rummer nye muligheder men så sandelig også medfører øget risiko. Tab af kunder kan være kritisk. Fokusering på kernekunderne og -aktiviteten vil give en række synergier, og det kan være den helt rigtige løsning for at skabe ny dynamik i salg og indtjening. Rent værdimæssigt vil et mere velstruktureret og fokuseret Columbus kunne skabe merværdi i relation til et eventuelt senere Take-Over bud på selskabet. Som et fremtidigt rent konsulenthus vil det blive des mere vigtigt, at man hele tiden udnytter personalekapaciteten bedst muligt, og at man sikrer sig at få betaling for alt udført arbejde. Der skal hele tiden komme nye opgaver ind i ordrebogen.

Strategiplanen Focus23 rummer spændende perspektiver. I de kommende tre til fire år skal der komme fuld gang i forretningen med konvertering af kunderne til cloud-løsninger. Nu er der lagt en ambitiøse plan, der skal danne grundlag for et højt aktivitetsniveau også videre frem i perioden derefter. Columbus ændres til en mere fokuseret virksomhed med vægt på konsulentydelse. Set i relation til et muligt Take-Over bud på selskabet, vil denne fokusering gøre et eventuelt salg nemmere. En vigtig del i eksekveringen af den nye strategiplan bliver ansættelsen af en ny topchef, og processen er sat i gang. Personvalget får stor betydning.

## iStone og Columbus skal være fuldt integreret pr. 31-12-2020

Om blot en måned skal iStone og Columbus fremstå som ét selskab og med ét hovedkontor. HR- og en række forretningsaktiviteter er blevet lagt sammen. Der er implementeret fælles arbejdsprocesser på en række områder. M3 forretningsenheden og Dynamics i Sverige gør brug af det fælles kompetencecenter i Indien. Columbus Commerce har igangsat ekspansion fra Sverige til Danmark og UK, og de første e-handelsaftaler er indgået på disse markeder. Ud fra de tidligere oplysninger om hensigten i den store og vigtige opgave med integration fremgår det, at EBITDA-procenten hos iStone på sigt skal bringes op på Columbus-niveau.

I forbindelse med købet sikrede Columbus sig mod udefrakommende negative påvirkninger i form af en earn-out aftale. Det var klogt henset til de problemer, der har vist sig at være med en iStone opgave i Norge. Disse problemer betød en reduktion i købsprisen på 77 mio. kr. i 2019. I år er der også udsigt til en reduceret betaling relateret til samme kunde. Aktiviteterne i Spanien er blevet frasolgt, og det kan give anledning til en tilpasning af den sidste del af købssummen (i favør af Columbus). Intet nyt er godt nyt, siges det. Alligevel er vi uforstående over, at der ikke bruges plads i de seneste regnskaber til at beskrive denne – for os at se – meget vigtige integrationsproces.

## 9 Doors to Digital Leadership skal sikre et højt væksttempo

I 2018 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. I Q1 er paletten i samarbejde med Microsoft blevet udvidet med en Cloud Factory løsning, der kan konvertere større mængder data til cloud. Desuden er der lanceret en løsning, der kan hjælpe virksomhedskunderne med at opnå en mere bæredygtig profil i form af energioptimering og affaldshåndtering.

Der er tale om værdiskabende totalløsninger, der sikrer effektiv styring af salg og e-handel, økonomi, logistik samt produktion. Columbus-løsninger bidrager til, at kunderne kan opfylde de voksende krav til regulering, kontrol og lovgivning omkring kvalitetsstyring m.m. Det passer ideelt til selskabets profil mht. kundetyper. Nyeste tiltag er sket inden for mode, hvor Columbus kan hjælpe ved at reducere kunders ressourceforbrug og forurening ved produktionsprocesser. Der er også udviklet løsninger til Rental, Lease & Equipment.

Da mange kunder er koncerner med datterselskaber i en række lande, skal Columbus også kunne håndtere deres underafdelinger angående implementering af nye IT-systemer og IT-support. Kundegruppen, markedssegmenter og kompetencerne blev udvidet betydeligt ved købet primo 2018 af HiGH Software og iStone. Sidstnævnte bidrager nemlig med vigtig viden omkring e-handel. Købet af HiGH Software åbnede et helt nyt marked: IT-løsninger til at håndtere forretning inden for udlejning (rental + leasing). Et vigtigt punkt hos iStone er, at Columbus dermed fik adgang til det store og brede svenske marked inden for erhvervsvirksomheder (B2B salg).

9 Doors to Digital Leadership skal fastholde og udbygge selskabets førerposition og er derfor en vigtig vækst-driver fremadrettet. Det passer ideelt ind i selskabets nye Focus23 strategi. Produktpaletten er bred, og man kan tilbyde kunderne en hel vifte af værdiskabende IT-løsninger. Med de mange produktpakker er der basis for vækst i de kommende år qua stigende efterspørgsel, høj kundetilfredshed og –loyalitet. Samtidig er konceptet led i at skabe en fælles platform og opnå større ensartethed, der kan trække på kapacitet og kompetencer i servicecentret i Indien og udnytte den høje konkurrenceevnen i dette offshore setup.

## Columbus er en langsigtet placeringsmulighed

Columbus har med den nye strategiplan lagt grundstenen for, at man frem mod 2023 gradvist skal nå op på en salgsvækst på 10 %. Metoden for at komme dertil er øget fokus på store kunder, hvortil man kontinuerligt skal levere nye, værdiskabende løsninger. Det er vigtigt, at man formår at fastholde kunderne over tid. Strategiplanen er ambitiøs, og målene skal opnås via et mere fokuseret Columbus med vægten lagt på salg af konsulentydelse. Selskabets eget software-selskab, To-Increase, sættes nemlig til salg, og dermed skærer man også en stor del af selskabets kerneplatform og tilhørende høje indtjening væk. Bestyrelsen har dog vurderet, at netop et frasalg af To-Increase vil kunne indbringe en høj salgspris og samtidig gøre selskabet mere stringent og fokuseret fremadrettet. Heri er vi enige. På aktiemarkedet vil en nyhed om frasalg af To-Increase til en høj pris blive set som en kurstriggende nyhed.

Som konsulentvirksomhed med fokus på store – og dermed færre – kunder gør Columbus sig imidlertid også mere sårbar. Tab af store kunder vil gøre ondt. Omvendt vil man formentlig også kunne tiltrække nye kunder, idet man specialiserer sig mere målrettet mod vigtige kundesegmenter inden for fødevarer-, detail- og produktionsvirksomheder (Food, Retail og Manufacturing). Den nye strategiplan kan derfor blive den løsning, som investorerne har sukket efter – og føre til en forbedret kursudvikling på børsen.

Vi går ud fra, at udfordringerne i Norge snart må være løst, da det jo udelukkende drejede sig om en enkelt kundeopgave. Og heldigvis kan ekstra udgifter (delvis?) blive modregnet via earn-out aftalen omkring iStone-købet. Vi ser med større bekymring på udfordringerne i USA, idet forsøget med indsættelse af en ny ledelse ikke har ført til den ønskede turn-around, og samarbejdet er nu stoppet. Problemerne vurderer vi derfor til at være strukturelle – altså at Columbus fortsat vil få problemer med at opnå den ønskede forbedring. I 2019 foretog Columbus en impairment nedskrivning på 90 mio. kr. af den bogførte USA-goodwill, hvorved denne aktivpost blev nedbragt til 127 mio. kr. Der er overhængende risiko for, at der også i årsregnskabet for 2020 må foretages en impairment regulering.

For at nå de opsatte mål skal der sikres en problemfri afslutning af integrationen af iStone. Det seneste regnskab indeholder intet nyt herom, og vi må derfor gå ud fra, at alt forløber planmæssigt. Særligt to forhold vil i den nærmeste fremtid kunne blive kurspåvirkende. 1) En ny CEO skal ansættes. Vi har tillid til, at bestyrelsen med storaktionær Ib Kunøe i spidsen kan træffe dette vigtige valg. 2) Nyt om frasalg af To-Increase, der er bogført med en goodwill på 81,9 mio. kr. Vi estimerer en mulig salgspris til niveauet 400 mio. kr.

Vi ser mere positivt på Columbus efter fremlæggelsen af strategiplanen Focus23. Columbus aktien handles til langt lavere multipler end de andre IT-aktier/konsulenthus. Trods en pæn stigning i børskursen i de senere uger, ser vi derfor fortsat afkastpotentiale i aktien.

## Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

**Styrker:** Columbus fremstår som en stærk partner med sin evne til at levere værdiskabende IT-produkter og -løsninger til en veldefineret kundegruppe. Stigende andel af gentagen omsætning (25 %) vidner om tilfredshed hos kunderne. Det globale kapacitetscenter i Indien sikrer 24/7 service. iStone giver mulighed for vækst ved krydssalg. Forretningen er skalerbar og rummer stordriftsfordele.

**Svagheder:** Den organiske vækst har været for lav, men det skal ændres med implementeringen af Focus23 planen. Aktiviteten bliver nu endnu mere afhængig af projektsalg og nye, skiftende opgaver. Det maksimale niveau for fakturering af konsulenternes timeforbrug ligger nok på 60 %. Selskabet er især afhængigt af et fortsat godt samarbejde med Microsoft.

**Muligheder:** Gentaget salg med varige kunderelationer skal øge vækst og indtjening. Markedsmæssigt er positionen blevet styrket markant via de seneste års opkøb – især iStone i Sverige. Columbus er en take-over mulighed placeret i en attraktiv branche.

**Trusler:** Det er vigtigt at fastholde kunder og medarbejdere. De gentagne opkøb har ført til en stor stigning i den bogførte værdi af goodwill og andre immaterielle aktiver, som overstiger den bogførte egenkapital på 695 mio. kr. Udvidelsen af aktivitetsniveauet indebærer stor følsomhed over for eventuelle problemer med indtjeningen (impairment test).



## Regnskabstal

I mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	1.193	1.219	1.875	1.932	1.650
EBITDA	144	149	181	243	135
Af- og nedskrivninger	33	39	64	179	60
EBIT	105	107	108	59	75
EBT	107	102	115	49	65
Netto efter minoriteter	81	95	95	21	60
Balance	838	852	1.633	1.655	1.500
Immaterielle aktiver	514	543	1.084	992	850
Egenkapital (moder)	470	549	636	665	700
Gns. antal ansatte	1.105	1.194	1.845	1.999	1.860
EBITDA-margin i %	12,1	12,2	9,7	12,6	8,2
Res. pr. aktie	0,7	0,8	0,78	0,17	0,5
Indre værdi	4,04	4,59	5,23	5,34	5,6
Udbytte	0,125	0,125	0,125	0,0	0,0
Egenkapitalforrentning%	18,9	18,7	16,0	3,2	8,8



Softwareselskabet To-Increase er sat til salg og indregnes fremadrettet som ikke-fortsættende aktivitet. Derfor er estimatet for 2020 uden indregning af forventet 150 mio. kr. i salg og 65 mio. kr. i EBITDA-bidrag fra To-Increase. Nettoresultatet herfra (skøn: +17 mio. kr.) indregnes i stedet, hvilket er årsag til den begrænsede forskel mellem resultat før skat (EBT) og nettoresultatet for den samlede virksomhed.

## Seneste fire analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
08-09-2020	7,1	6-8	9-11
19-05-2020	7,3	6-8	9-11
16-04-2020	6,3	5,5-7,0	9-11
20-11-2019	8,8	8,5-12,0	12-20

## 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.