

Konklusion

Målsætningerne for 2014 blev lige knapt indfriet omkring omsætningen og andelen af fakturerbart arbejde. Til gengæld oversteg indtjeningen ledelsens seneste prognose, og overordnet holder selskabet sig stringent til Columbus15 planen, der blev igangsat i 2011. 2014 blev det bedste år i koncernens 25-årige historie, hvilket især er flot, idet den amerikanske del af forretningen ikke leverede som forventet. Derudover opstod der et vakuum i salget i Norge, hvor en række konsulenter blev head-hunted til en konkurrent.

Salget har i de seneste tre år været stagnerende, men trods det er indtjeningen steget markant. Ledelsen fastholder målsætningen for 2015, der i sin tid blev opstillet med Columbus15-planen, dvs. en omsætning på 1 mia. kr. og et EBITDA-resultat på 90 mio. kr. (oprindeligt 100 mio. kr.). Målsætningen bør kunne opfyldes og faktisk også overgå, idet købet af InterDyn BMI i USA (februar 2015) vil bidrage positivt til salg og indtjening.

Det indgyder tillid, at selskabet kvartal efter kvartal leverer jf. de opstillede mål. Købet af InterDyn BMI i USA vil formentlig kunne booste salget her. Udfordringerne i Norge må forventes at blive løst i løbet af året. Endvidere er der fortsat områder, hvor der kan ske forbedringer internt, hvilket vil bidrage til at løfte indtjeningen. Omkostningerne og den interne styring har ledelsen godt greb om.

Columbus er efter vores vurdering fortsat en attraktiv langsigtet investeringscase. Under halvdelen af aktierne er i frit-flow, idet hovedaktionæren kontrollerer lidt over 50%. Det er positivt, at der i det seneste år er sket en markant øget omsætning i aktien. Alligevel bør en investering i Columbus tilpasses forholdet mellem risiko og afkast, da aktiekursen vil være påvirkelig ved store handler.

Aktuel Kurs: 5,7

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 629 mio. DKK

Antal aktier: 110,3 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 23-04-2015



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 5,3 – 6,5 (før 4,5 – 5,5)

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

Tidligere anbefaling: Køb/Køb d. 06-11-2014 v/ kurs 4,7.

Kursgraf fra 2007 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 6,20 / lav: 4,0

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Omsætningen forventes at stige fra 878 mio. kr. til 1.000 mio. kr. Salg af eget software estimeres at stige til 80 mio. kr. EBITDA indikeres på niveauet 90 mio. kr., hvilket blandt andet skyldes, at andelen af fakturerbart arbejde forventes at stige fra 54 til 55%. Brancheløsninger forventes at udgøre mindst 75% af omsætningen. Arbejdet med at udbygge Global Delivery Center i Indien vil fortsætte, således at der her skal være 125 medarbejdere ultimo 2015 mod 97 ultimo 2014.

Muligheder

Stigende salg af egne softwareløsninger vil kunne øge indtjeningen betydeligt. Integrationen af Omnica har styrket positionen inden for e-commerce, ligesom købet af Dynamics Anywhere også udvider den eksisterende forretning og giver mulighed for mersalg. Et nyt opkøb i USA giver mulighed for øget vækst her. Stringent styring af konsulenternes arbejde giver mulighed for at øge andelen af fakturerbare 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

Salgets forløb er den største risiko. Sidste års nedgang for licenser skal stoppes. Tab af momentum i salget i USA og udfordringerne i Norge med fragang af en række konsulenter, skal løses hurtigt. Generelt er det vigtigt, at selskabet fastholder medarbejderne, så tab af tid og udgifter til genopbygning 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 pt. en risiko.

Facts om Columbus

- Selskabet blev etableret i 1989 og beskæftigede sidste år i gennemsnit 889 medarbejdere.
- Columbus er en international konsulentvirksomhed, der sælger softwareløsninger og ledsagende, værdiskabende konsulenttydelser primært til fødevare- 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 kunden.
- Salget er fokuseret på egne softwareløsninger, licenser, konsulenttydelser og support. Salg af ekstern software er faldende, hvilket er et led i selskabets langsigtede plan.
- De vigtigste produkter/produktområder er: Columbus Rapid Value der kan identificere og optimere arbejdsgangen hos selskabets kunder. Columbus SCS (Supply Chain Solutions) hjælper med at automatisere og strømline distributionsprocessen. Columbus ADM (Advanced Discrete Manufacturing) samler interne processer fra start til slut i en proces. Columbus BIS (Business Integration Solutions) supporterer og optimerer virksomheders samkørsel af data. Columbus F&B (Food & Beverage) er specialdesignet til fødevarevirksomheder. Columbus eCom anvendes til kommunikation og support af salg. Desuden udbydes Columbus BaseCloud løsninger. Efter købet af engelske Omnica i januar 2014 er der udviklet nye produkter inden for e-commerce. I juli sidste år blev Columbus Multi Channel Retail og Columbus Webstore lanceret som nye produkter.
- Selskabet har hovedkontor i Danmark. Salget koncentrerer sig om Danmark, Norge, England, Baltikum, Rusland og USA. Geografisk står Europa for 78% af salget, mens resten finder sted i Nordamerika. Selskabets udviklings- og kompetencecenter i Indien vokser 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 at udlodde udbytte på min. 10 % af den nominelle aktiekapital, svarende til 0,125 kr. pr. aktie for 2014. Derudover kan bestyrelsen indstille til generalforsamlingen, at der udloddes ekstraordinært udbytte for et specifikt regnskabsår.

Status for 2014

Ledelsens estimater for 2014 var fremsat ud fra den overordnede, langsigtede plan kaldet Columbus15, der blev lanceret i 2011. Omsætningen androg sidste år 878,3 mio. kr. og var dermed tæt på målet på ca. 900 mio. kr. Salg af brancheløsninger steg og udgjorde 77% af omsætningen, hvilket er over målet på mindst 70% andel. Global Delivery Center udvides også efter planen, og ultimo året var der 97 ansatte. Lønandelen i udviklings- og kompetencecentret i Indien er lav, hvorfor det er vigtigt, at dette center leverer et stigende antal timers arbejde. I alt blev der i Indien udført arbejde svarende til 6.370 arbejdsdage mod 4.500 i 2013. Denne udvikling bidrager til at reducere den gennemsnitlige udgift pr. medarbejder, hvilket er med til at holde omkostningerne tæt på uforandret i forhold til året før. Samtidig er det strategien, at selskabets konsulenter i stigende grad skal opnå betaling for udført arbejde. Hos Columbus er der derfor fokus på at øge andelen af fakturerbart arbejde, men målet om en andel på 55% blev lige akkurat ikke nået (afrunding).

Aktiviteterne i konsulentforretningen steg med 5%, mens der kun var en fremgang på 3% i salget af selskabets egen software. Målet for salg af Columbus Software var 70 mio. kr., hvilket ikke blev opfyldt. Der var dog fremgang i salg af abonnementer, mens salg af licenser endte svagere end forventet. Til gengæld steg driftsindtjeningen fra Columbus Software markant, hvilket må betegnes som flot taget det lavere end ventede salg i betragtning. EBITDA på salg af egen software udgjorde 44% af hele koncernens EBITDA-resultat.

2014 bød på to opkøb. Omnica i England blev købt for at styrke aktiviteterne i dette land, ligesom købet styrkede Columbus inden for e-commerce. Som en konsekvens heraf lancerede selskabet i juli sidste år Columbus Webstore. Det amerikanske selskab Dynamics Anywhere blev også købt, hvilket styrker kompetencerne indenfor cloud-løsninger.

Geografisk er aktiviteterne fokuseret på USA, England, Danmark, Norge, Baltikum og Rusland. Europa stod for 78% af sidste års salg, mens de resterende 22% blev afsat i USA. Vesteuropa løftede salget med 6%, hvilket blev trukket op af konsulentforretningen. Bruttoindtjeningen (EBITDA) steg kun med 2%, hvilket for en stor dels vedkommende kan tilskrives afbrækket i Norge, hvor en række konsulenter blev head-hunted til en konkurrent. Det har påvirket omsætningen negativt, mens udgifterne til rekruttering steg.

I Østeuropa faldt salget 12%, hvilket til dels skyldes droppet i værdien af russiske Rubler. Opgjort i lokal valuta var tilbagegangen kun 1%. Indtjeningen udviklede sig positivt. Selskabet har selv valgt en mere selektiv linje i Rusland, hvor tidligere aftaler med for små marginer er blevet annulleret, hvilket også har bidraget til salgsnedgangen. Taget de store udfordringer i Rusland i betragtning må resultatet for Østeuropa betegnes som tilfredsstillende.

Det vigtige nordamerikanske marked har ikke udviklet sig som ventet. Salgseksekveringen har været for dårlig, ligesom konsulenterne ikke har opnået fakturering af tilstrækkeligt mange antal timer. Ledelsen har igangsat en genopretningsplan, og Columbus forventer ny stigning i aktiviteterne og indtjeningen i løbet af i år.

Konklusionen for 2014 er, at selskabet overordnet har leveret som forventet. Udfordringerne i USA og Norge har vægget negativt. Hvis ikke disse uventede problemer var opstået, ville selskabet have været langt foran målsætningerne i Columbus15-planen. Trods stagnation på topline har bundlinjen udviklet sig særdeles flot med et nettoresultat på 52,7 mio. kr. som niveau. Det er en fremgang fra 21,7 mio. kr. året før.

Omsætning i mio. kr.	2014	2013	Ændring 2013-2014
Columbus licenser	28,8	31,1	-7%
Columbus abonnementer	33,1	29,1	+14%
Eksterne licenser	73,9	88,3	-16%
Eksterne abonnementer	124,4	140,3	-11%
Konsulentydelse	596,9	567,6	+5%
Øvrigt	21,3	23,5	-10%
Total	878,3	879,8	

Udsigterne for 2015

Hovedpunkterne for 2015 er:

- 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 baseret på kundernes skiftende behov og ønsker.
- 2) Salget af Columbus Software skal stige til 80 mio. kr. i omsætning. Sidste år skuffede udviklingen i salget af licenser, mens abonnementer steg som forventet. Der er tale om en skalerbar del af forretningen med gode indtjeningsmarginer, altså central betydning. Vi anser målet for opnåeligt, hvilket dog fordrer, at den skuffende udvikling i USA sidste år vendes. En ny plan for forretningen i USA er igangsat for at øge salget her. Succes med mersalg af egen software vil for alvor kunne trække nettoresultatet op.
- 3) Den globale leverancemodel skal udbygges. Kompetencecenteret i Indien har stigende betydning for selskabets indtjening. Lønandelen i Indien ligger på ca. en femtedel af niveauet i Danmark. Produktionen i Indien søges derfor udvidet ved ansættelse af flere folk, der har til formål at servicere såvel internt som eksternt på tværs af lande og datterselskaber. 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 97 ultimo 2014.
- 4) Indtjeningen i konsulentafdelingen skal øges yderligere. Det kræver stram intern styring af konsulenternes timeforbrug kontra de timer, som kan faktureres kunderne. I 2011 blev kunderne kun faktureret for 48% af konsulenternes timeforbrug. Dette tal har siden været stigende og nåede i 2014 op på 54%. Målet er at bringe tallet op til 55% i år. En tommelfingerregel er, at en forbedring af dette tal på 1% anslået forbedrer bundlinjen med 10 mio. kr. Jf. oplysninger fra Columbus formodes grænsen for fakturering af det udførte arbejde til at ligge i underkanten af 60%, da der i denne faktor også skal indregnes "tab" for virksomheden ved konsulenternes ferie, sygdom m.m.
- 5) Selskabets geografiske fokusering skal fortsætte. Frem til 2011 var aktiviteterne spredt på mange lande med hver sin mindre andel af omsætningen. Ved at fokusere på færre lande, hvor man til gengæld opnår en større kritisk masse, er der opnået store positive effekter.

Det er vigtigt, at ledelsen fastholder den stramme styring af de interne ressourcer, der sidste år bidrog til at reducere den gennemsnitlige omkostning pr. medarbejder. Den interne styring er afgørende for at løfte indtjeningen. På sigt er det dog vigtigt, at der også fokuseres på vækst i salget, idet software-forretningen som helhed er skalerbar og har høj bruttoavance. Ekstra salg går derfor i høj grad direkte ned på bundlinjen. Risiko- og projektstyring er således vigtig for at styrke effektiviteten og dermed indtjeningen.

Efter et par år med stagnation i salget, skal dette løftes betydeligt i 2015 til 1 mia. kr. En vigtig bidragsyder hertil er købet af InterDyn BMI i USA, som blev overtaget i februar i år. InterDyn BMI skal styrke selskabets fokus på brancheløsninger og aktiviteterne i USA. Columbus forventer, at InterDyn BMI kan bidrage til at løfte salget med 180 mio. kr. og EBITDA med 8 mio. kr.

Fremtiden

Siden selskabet i 2011 lancerede Columbus15 planen, har man fulgt den tæt. Det giver troværdighed. Columbus fremstår som følge af planen i dag stringent med fokus på salg af brancheløsninger og egenudviklet software. Helt efter planen falder salget af ekstern software derfor også. Indtjeningsmarginalerne er langt større på selskabets egen software. Det øger skalerbarheden i selskabet: jo mere salg – jo højere indtjening. Columbus har desuden valgt at satse på færre markeder, hvor man til gengæld forsøger at vokse.

Vi er lidt skuffede over udviklingen i salget, der de tre sidste år har været stagnerende. Til gengæld er indtjeningen steget betydeligt, og netop genskabelse af lønsomhed var den vigtige del af Columbus15-planen. Ledelsen har strammet den interne styring betydeligt, og effekten heraf har vist sig på bundlinjen. Det er opnået til trods for uventede udfordringer i USA og i Norge. I Norge gik en række vigtige medarbejdere over til en konkurrent, hvilket har betydet en større udskiftning. Dette problem forventer vi løst i den kommende tid. Udviklingen i USA er nok lidt vanskeligere at løse. Columbus angiver manglende salgseksekvering og fakturering af timeforbrug som årsag. Det kan dække over generelle afsætningsproblemer og utilfredshed hos kunderne over kvaliteten af det udførte arbejde. Det kan også blot skyldes en for dårlig styring af sælgerne og konsulentkorpset. Columbus har iværksat en plan for genopretning af aktiviteterne i USA. Indtil der igen kommer gang i salget, er der her tale om en usikkerhedsfase.

Der er stadig plads til ekstra opstramninger internt, hvor især muligheden for at fakturere endnu mere af konsulenternes tidsforbrug er vigtig. Øget brug af kompetencerne i Global Delivery Center, Indien, skal forblive en cash-cow med højt dækningsbidrag.

Ledelsen knytter store forhåbninger til købet af InterDyn BMI i USA, idet aktiviteten i dette selskab skal understøtte salget af brancheløsninger på det amerikanske marked. I årsregnskabet anfører Columbus, at InterDyn BMI forventes at bidrage med ekstra salg på 180 mio. kr. og en EBITDA-effekt på 8 mio. kr. i år. Reelt dækker prognosen for 2015 om en omsætning på 1 mia. kr. således over nedgang i de hidtidige aktiviteter. Det er vi uforstående over for, idet omsætningen reelt burde lande en del højere. Chancen for en opjustering i løbet af regnskabsåret synes at være stor.

Købene af to selskaber sidste år skete til attraktive priser, så vidt vi kan vurdere det. Købet er gennemført for egne midler. Det har dog samtidig også medført bogføring af en del goodwill, hvilket er en risikofaktor.

Vi er nu inde i sidste år i Columbus15 planen. Det kan konkluderes, at planen er efterlevet næsten til punkt og prikke, og at lønsomheden som ønsket er blevet forbedret markant. En plan for perioden efter 2015 forventes først i forbindelse med årsregnskabet for 2015 (marts 2016). Vi må forvente, at ledelsen her kommer op med en plan for, hvordan salget for alvor kan blive løftet. Internt er der efterhånden begrænset råderum til forbedringer, og andelen af salg af eget software burde kunne ligge på et langt højere niveau end tilfældet er.

Frem mod den næste plan er vores holdning, at Columbus må anses som en interessant langsigtet investeringsmulighed. Risikoen må dog samtidig betegnes som høj, idet goodwill sidste år steg med 30,9 mio. kr. og nu udgør 36% af balancesummen. Egenkapitalen er bogført med 325,9 mio. kr., hvorved aktien ved kurs 5,7 handler til Kurs/Indre værdi på 1,9. Resultat pr. aktie estimerer vi til 0,45 for 2015, hvorved aktien handles til P/E 2015E på 12,6. Aktien er således lavt prissat ud fra disse nøgletal. Det er særdeles vigtigt, at integrationen af de tilkøbte virksomheder udvikler sig planmæssigt, idet der ellers kan blive behov for nedskrivning af goodwill over driften.

Vi har tiltro til ledelsens evne til at agere i et vanskeligt marked, hvor der fortsat findes meget store muligheder. Hvis salget for alvor kan blive løftet efter 2015, er der grundlag for en markant forbedring af indtjeningen og dermed også af aktiekursen.

Regnskabstal

I mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015E
Omsætning	794	893	880	878	1.025
EBITDA	31	52	70	79	90
Afskrivninger	24	28	25	26	28
EBIT	7	24	45	53	62
EBT	6	19	37	59	63
Netto efter minoriteter	-11	-4	19	51	50
Balance	490	500	483	550	630
Immaterielle aktiver	215	225	216	249	325
Egenkapital (moder)	275	273	280	326	360
Antal ansatte	861	850	840	889	1.030
EBITDA-margin i %	3,9	5,8	8,0	9,0	8,8
Res. pr. aktie	-0,11	-0,04	0,18	0,46	0,45
Indre værdi	2,60	2,58	2,64	2,96	3,26
Udbytte	0,0	0,0	0,125	0,125	0,15
Egenkapitalforrentning%	-4,0	-1,4	8,0	16,8	14,6



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.