

## Derfor er Columbus fortsat en god langsigtet placeringsmulighed:

- Columbus fortsætter med at levere resultater i henhold til udstukne planer, hvilket øger investorernes tillid til selskabet.
- Salget er i H1 vokset med 8% til 595 mio. kr., hvilket især skyldes sidste års køb af fire virksomheder. Salg af Columbus Software (højt dækningsbidrag) er steget med 9% til 45,8 mio. kr. og Serviceforretningen er vokset med 10% til 391 mio. kr. Nettoresultatet er steget med hele 55% til 39,6 mio. kr.
- Andelen af tilbagevendende omsætning udgør i første halvår 25% af omsætningen, hvilket lover godt for fremtiden. Intentionen er, at tallet skal stige til 30% i 2018, hvilket vil 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 sætter kunder og medarbejdere i centrum. Intentionen er at knytte tætte bånd og langvarige kundeforhold med produkter i høj kvalitet – produkter der løbende udvikles for at leve op til kundernes ændrede behov.
- Digitaliseringsprocessen vil tage yderligere fart i de kommende år, hvorfor der er basis for mersalg af produkter, der hjælper Columbus' kunder til at leve op til myndighedernes og deres kunders (End Users) stigende krav, og som samtidig kan give konkurrencefordele og forbedret risikostyring (det nye produkt Columbus Dynamic Security Management er et eksempel herpå). Fokusering på løsninger til tre udvalgte brancher/kundetyper fastholdes.
- Rusland rummer mere upside end downside risk efter flere år med vanskelige ydre forhold.
- Hvis ledelsen formår at leve op til rammerne i Columbus2020 planen, vil omsætningen vokse til 1,5 mia. kr. og EBITDA til 150 mio. kr. Baseret på disse forventninger og på trods af en stigning i aktiekursen i år på 65% handler aktien til en lav P/E2018E på blot 13. For indeværende år ligger tallet dog på 17,0. Der er et stort potentiale i kursen i de næste tre år, såfremt planen lykkes.
- Selskabet er meget aktiv omkring opkøb, men reelt er selskabet faktisk også selv et Take Over emne. Det er en Joker, der gør aktien ekstra interessant. Det skal påpeges, at investering i en aktie som Columbus med begrænset men stigende omsætning på børsen og med en storaktionær, der ejer ca. 50% af aktierne, er behæftet med risici.

Aktuel Kurs: 11

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 1.278 mio. DKK

Antal aktier: 116,2 mio. styk

Næste regnskab: Q3 regnskab den 02-11-2016



### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 12

Kursudvikling 12-18 mdr.: 14 – 17

Tidligere anbefaling: Hold/Køb d. 04-05-2016 v/ kurs 7,8.

Kursgraf fra 2009 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 11,5 / lav: 4,75

### Selskabets forventninger til 2016

Forventningerne til 2016 fastholdes efter H1, dvs. en fremgang i omsætningen til 1,2 mia. kr. (+7%), og 18 % fremgang i EBITDA til 124 mio. kr., hvoraf 84 mio. kr. hentes fra serviceforretningen. De langsigtede mål til og med 2018 er 10% årlig vækst i salget og en EBITDA-margin på mindst 10% samt at det tilbagevendende salg skal stige og udgøre 30% af omsætningen.

### Muligheder

Columbus har en stærk position indenfor salg af værdiskabende IT-løsninger til fødevarer-, detail- og produktionsvirksomheder. Salget er i høj grad skalerbart, hvilket giver stordriftsfordele. Rusland rummer nu mere Upside end Downside. Problemer i Norge er tæt på at være løst, hvilket giver nye muligheder i dette land. Global Delivery Center i Indien sikrer ensartethed i support og udvikling af kundeopgaver med en lav udgift og i høj kvalitet. Ideen med at knytte tætte bånd til kunderne giver mulighed for langvarige kundeforhold.

### Risici

Væksten kommer fortsat primært fra opkøbene, og den organiske vækst er en udfordring. 60% af konsulenternes timeforbrug faktureres, og man er dermed tæt på det maksimalt opnåelige på det punkt. De mange opkøb giver risiko for nedskrivninger på goodwill ved den mindste afsporing. Fastholdelse af medarbejdere er et andet vigtigt punkt, så tab af tid og udgifter til genopretning undgås. Styring af ressourcer og tidsforbrug stiller krav til ledelsen om konstant at have "hands-on" hele vejen rundt i den stadig større koncern.

## Facts om Columbus

- Columbus blev etableret i 1989 og beskæftigede sidste år i gennemsnit 1.080 medarbejdere (889 i 2014). Lønandelen udgjorde 54 % af omsætningen i 2015. Opkøb af de fire selskaber Sherwood Systems og InterDyn BMI i USA plus MW Data og MW Solutions i Danmark har tilført ca. 200 ansatte. I år har selskabet købt Systemhosting pr. 01-02 og Client Strategy Group i Cleveland, USA pr. 15-07. Opkøb indgår som en normal del i 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 gode vækstmuligheder.
- 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 Cloud-løsninger beregnet til at styre kundens økonomi, logistik og produktion – altså værdiskabende produkter for erhvervs kunder (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 fra kunder op til 30% af koncernomsætningen i 2018.
- Produktsortimentet omfatter en række softwareløsninger, hvoraf de bedst sælgende i første halvår var Columbus Business Integration Solution (BIS), Columbus Advanced Discrete Manufacturing Solution (ADM) og Columbus Invoice Workflow.
- 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 H1 med 9%, mens der var en fremgang på 11% i Vesteuropa og 13% i Nordamerika, hvilket primært skyldes sidste års akquisitioner. Columbus er meget aktiv omkring målrettede opkøb for at styrke koncernen som helhed og i udvalgte lande med særlige behov eller potentiale. 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 stor 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 %.
- Aktien er noteret i Nasdaq OMX Small-Cap indekset under tickerkoden COLUM. Børsomsætningen i aktien er kraftigt stigende, idet den daglige omsætning i 2014 på 760.000 kr. er vokset til 870.000 kr. i 2015. Alene i Q1 i år blev der gennemført 6.763 handler til en værdi af 123,7 mio. kr. svarende til 2,0 mio. kr. dagligt. I Q2 er omsætningen steget til 132,5 mio. kr. svarende til en daglig omsætning på 2,2 mio. kr. Det er et højt niveau for en Small-Cap-aktie med et frit flow på blot halvdelen 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.

## Columbus leverer på ny præstationer i henhold til de udstukne planer

For perioden 2011 til 2015 havde Columbus opstillet nogle meget ambitiøse mål, som alle blev efterlevet. Denne plan er nu afløst af en ny og mere ambitiøs plan kaldet Columbus2020, som vi beskriver i det efterfølgende afsnit. Set fra investorenes side er det vigtigt, at selskabet nu igennem mange år har formået kvartal efter kvartal at levere de lovede vækstrater og resultater. Det er også tilfældet i første halvår 2016, hvor omsætningen er steget med 8% til 595 mio. kr. Væksten kommer primært fra de fire opkøb foretaget sidste år og delvis fra købet tidligere i år af Systemhosting. Indtjeningen brutto (EBITDA før aktiebaseret aflønning) er steget med hele 70% til 66,8 mio. kr. Bundlinjen er vokset med 55% til 39,6 mio. kr. Salget af Columbus Software er forøget med 9% til 45,8 mio. kr. og Service med +10% til 391 mio. kr. En meget vigtig bidragsyder til det flotte resultat i første halvår er, at det er lykkedes selskabet at øge andelen af fakturerbare timer fra 56% til nu 60%.

Udviklingen i H1 2016 er naturligvis positivt påvirket af de fire opkøb foretaget sidste år. Vi finder det lovende for fremtiden, at man så hurtigt har opnået en smidig integration og den ønskede effekt fra disse opkøb, hvoraf de to skete i Nordamerika. Derfor er aktiviteterne her også vokset mere end i de øvrige geografiske områder. Norge har været et smertensbarn, idet en række konsulenter for et par år siden blev head-hunted af en konkurrent. Det gav et vakuum i salget. Ledelsen har dog hurtigt adresseret disse udfordringer, og det er derfor positivt, at man i Norge dels har løftet andelen af fakturerbare timer og samtidig nedbragt omkostningerne.

I en koncern, der årligt køber en eller flere virksomheder, er det vigtigt med en gnidningsløs integration. Hidtil har ledelsen udvist flot evne til at håndtere dette, idet det meget hurtigt er lykkedes at sikre mersalg og indtjening fra de tilkøbte firmaer. Netop integrationsprocessen er vigtig, da eventuelle problemer kan føre til behov for nedskrivning af goodwill. Men hidtil er alt forløbet som planlagt, hvilket vi forventer vil fortsætte med de to opkøb foretaget i år. Det drejer sig om Systemhosting pr. 01-02-2016 og den amerikanske ERP-virksomhed Client Strategy Group (CSG), hvor sidstnævnte styrker en i forvejen vidtfavnende tilstedeværelse i Nordamerika. CSG har 19 ansatte og omsatte i 2015 for 33,5 mio. kr. og havde et overskud på hele 5 mio. kr. Det er således en relativt lille virksomhed i forhold til Columbus.

Koncernen leverer efter planerne, hvilket er flot henset til de uforudsete udfordringer for et års tid siden i Nordamerika og Norge. Så vidt vi kan vurdere tingene, er disse problemer nu løst eller tæt på at være det. Der er dog fortsat besværlige forhold i Baltikum og Rusland, hvor salget er faldet med 9%. Her er den svage russiske Rubel også et problem, men det værste må vel snart være overstået. Isoleret betragtet for dette geografiske område er det positivt, at EBITDA – trods en nedgang i salget – er steget med 39% til 6,0 mio. kr.

For Columbus er det et mål at øge andelen af salget af egne softwareløsninger med et højt dækningsbidrag. I H1 steg dette salg med 9%. Salg af eksterne softwareprodukter, primært Microsoft baserede løsninger, udgør fortsat en stor del af forretningen. Her blev der opnået en fremgang på 4%. Columbus har i år opnået den store hæder, at blive "Microsoft Global ERP Partner of the Year", hvilket sker på baggrund af selskabets gode løsninger og services relateret til ERP.

Columbus er godt på vej mod at indfri forventningerne for 2016 om en omsætningsfremgang på 10% til 1,2 mia. kr., en EBITDA-margin på over 10% svarende til 124 mio. kr. (heraf et Service-EBITDA på 84 mio. kr.) og et salg af egne software-løsninger på 105 mio. kr.

## Columbus2020 planen og andre vigtige tiltag

Columbus2020 planen tager udgangspunkt i kundernes behov med fokus på tilbud om værdiskabende produkter og services, der sikrer og forbedrer deres tilfredshed og loyalitet. Målsætningen er at opbygge lange og tætte kunderelationer med deraf afledt stigende tilbagevendende salg af nye produkter. Internt stiller det krav om 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 samtidig på udnyttelse af cloud-baserede og mobile løsninger, der lever op til kundernes stigende krav til sikkerhed og kontrol. Myndighederne stiller også stigende krav til 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 ude hos kunden. Hensigten er således, at Columbus fortsat skal 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 deres bestående ERP-løsninger. Den 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 (25% i H1 2016). Salg af egne licenser og software (med et højt dækningsbidrag) skal også løftes betydeligt. Serviceforretningen vil således få stigende betydning i koncernen, hvilket resultatet i H1 allerede viser. Support er naturligvis 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. På dette punkt har Columbus i første halvår lanceret et nyt produkt kaldet Columbus Dynamic Security Management. Der er tale om en ERP-løsning med det formål at sikre kunderne mod svindel og tyveri af data. Så vidt vi forstår det, arbejder Columbus også på løsninger til indsamling, behandling og lagring af Big Data, så kunderne kan udnytte mulighederne heri.

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%, hvilket allerede er nået i H1. Produktiviteten i servicedelen skal øges, ligesom softwareforretningen kan skaleres yderligere (stordriftsfordele skal udnyttes endnu mere) via vækst i salget.

En væsentlig del af Columbus2020 planen er at have et dedikeret personale, der vil kunne levere et højt serviceniveau og som både i udvikling, markedsføring og salg kan sikre en høj kvalitet i produkterne. Et vigtigt tiltag i en hurtigt voksende koncern er at uddelegere opgaverne til de rette personer. Som en følge heraf har Columbus udnævnt Henning Gershof (har været ansat i Columbus i flere år) som Vice President for Salg og Marketing. Til at varetage den stadig mere vigtige support-funktion har man ansat Marianne Woldbye-Tholin som Vice President for Columbus Care. Hun kommer fra en stilling som VP Project Management hos KMD og har

tidligere været anset i Tryg og Tieto. Hos Tieto var hun med til at opbygge en global sourcing funktion i Indien. Personvalget forekommer i dette lys særdeles interessant, idet Columbus selv har opbygget en meget vigtig afdeling i Indien, hvorfra kunderne supporteres.

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 er en spændende investeringscase

Columbus har en klar strategi for perioden frem til 2020, men der er endnu kun sat tal på for målsætningen frem til og med 2018. Årene 2019-20 er et åbent spørgsmål. Vi forventer, at det vil lykkes for selskabet at løfte salget med gennemsnitligt 10% årligt frem til 2018, hvor salget kan nå op på 1,5 mia. kr. Med en EBITDA-margin på 10% vil det svare til et bruttooverskud (EBITDA) på 150 mio. kr. og 95-100 mio. kr. i nettooverskud. P/E2018E kan derfor estimeres til 13. En mekanisme, som har betydning for udviklingen, er amortiseringsposten (A bogstavet i EBITDA), idet den "låses fast" i størrelse efter et opkøb. Dermed vil en stigning over tid i omsætning og dermed 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 pt. 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 17,0 for Columbus, 24,0 for NNIT og 18,0 for RTX.

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

Columbus har en stærk position i markedet for salg af softwareløsninger til de udvalgte segmenter i Food, Retail og Manufacturing. Selskabet har mulighed for at udvide aktiviteten via nye løsninger til Internet of Things og også geografisk for den bestående forretning. De tilkøbte virksomheder synes at passe fint ind i konceptet, hvor man har sikret sig en vigtig stilling på det nordamerikanske marked.

Aktiekursen er steget 40% på fire måneder. Det er positivt, at det er sket under stigende omsætning. Storaktionær Ib Kunøe (72 år) vil formentlig på et tidspunkt afhænde eller reducere sin aktiepost. Et sådant frasalg vil qua hans store ejerandel givetvis komme minoritetsaktionærene til gavn i form af et bud på selskabet, da den højeste pris kan opnås ved en samlet handel frem for salg ud i det åbne aktiemarked. Vi betragter derfor selskabet som et Take Over emne på mellemlangt sigt. Langsigtet køb er fortsat vores konklusion.

## Regnskabstal

I mio. kr.	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	893	880	878	1.123	1.225
EBITDA	52	70	79	105	125
Afskrivninger	28	25	26	29	31
EBIT	24	45	53	75	94
EBT	19	37	59	83	94
Netto efter minoriteter	-4	19	51	65	75
Balance	500	483	550	698	800
Immaterielle aktiver	225	216	249	400	425
Egenkapital (moder)	273	280	326	386	450
Antal ansatte	850	840	889	1.080	1.100
EBITDA-margin i %	5,8	8,0	9,0	9,2	10,2
Res. pr. aktie	-0,04	0,18	0,46	0,57	0,65
Indre værdi	2,58	2,64	2,96	3,40	3,87
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.