

Guidance for 2019 fastholdes. Målsætningen er at opnå en salgsvækst på 3-5 % i gennemsnit pr. år frem til og med 2021, hvor EBITDA-marginen samtidig søges forbedret til 13 %. Efter et kursfald i år på ca. 30 % har vi køb på aktien både på kort og langt sigt.

- Organisk er salget år til dato steget med 3 %, hvilket er inden for selskabet eget mål på 3-5 %.
- Korrigeret for IFRS16 effekten er EBITDA i år steget med 19 % svarende til en margin på 9,5 %. Inklusiv den positive effekt af bogføringsstandarder jf. IFRS16 ligger EBITDA-marginen på 11,8 %.
- Den forbedrede indtjening er opnået til trods for udfordringer med en kunde i Norge, vigende salg og indtjening i Nordamerika og udgifter til integrationen af iStone og HiGH Software, der begge blev købt primo 2018. I Norge anser vi problemet værende begrænset til løsning af én enkelt kundeordre, mens udfordringerne i Nordamerika er mere alvorlige. En ny ledelse er indsat og en turn around proces igangsat. Q4 vil dog også blive svagt i relation til aktiviteterne i Nordamerika. Det er afgørende at udfordringerne i Nordamerika hurtigt løses og ikke viser sig at være at strukturel karakter (varige udfordringer).
- UK står for ca. 10 % af koncernsalget. Brexit er en usikkerhedsfaktor. I tilfældet Columbus er Brexit-problematikken dog formentlig begrænset. UK vil få et endnu større behov for komme med it-mæssigt, hvis landet træder ud af EU. Det kan sætte ekstra skub i landets digitaliseringsproces og blive en fordel for Columbus.
- Det er afgørende, at integrationen af iStone forløber planmæssigt, så man dels opnår de ønskede synergier omkostnings-, produkt- og salgsmæssigt og dels får den ønskede stigning i indtjeningen. Vi undrer os over, at integrationsprocessen ikke omtales i det seneste regnskab. Udgiftsrammen til integrationen er dog fastholdt, så det må forløbe planmæssigt.
- Columbus-aktien handler med en betydelig discount til andre danske it-selskaber. Hvis selskabet leverer i henhold til de fastholdte planer for salg og indtjening i 2021, handler aktien til en P/E2021E på blot 7,7.
- Efter vores vurdering er den største risiko i selskabet goodwill posten. For at opretholde denne kræves det, at integrationen af iStone og HiGH Software forløber uden problemer. Sker det ikke, kan der blive behov for nedskrivninger (impairments).
- Aktien indledte året i kurs 12,68. Nu kan den erhverves til kurs 8,8. Det forekommer at være et godt køb til denne pris, idet vi forudsætter, at man opnår den ventede positive effekt på indtjeningen i både 2020 og 2021 afledt af de to førnævnte opkøb. Vi hæver derfor vores kortsigtede anbefaling fra Hold til Køb.

Aktuel Kurs: 8,8

Børs: NASDAQ OMX Mid Cap

Markedsværdi: 1.096 mio. DKK

Antal aktier: 124,6 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab i marts 2020



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (før hold)

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 8,5 - 12 (før 10-12)

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

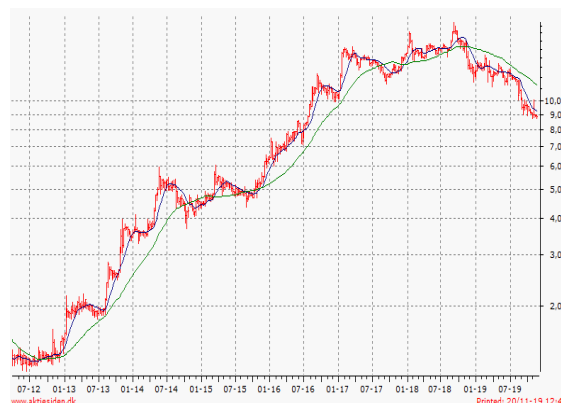
Tidligere anbefaling: Hold/Køb d. 02-09-2019 v/ kurs 10.

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 (24 % pr. 30-09-2019).

Kursgraf fra 2012 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 15,6/ lav: 8,9

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 %. Medarbejdertallet er oplyst til 1.957 pr. 30-06-2019. Lønudgiften udgør ca. 60 % 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 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 72 % 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.

Forventningerne til 2019 fastholdes

Koncernens salg endte i Q1-3 på 1.400 mio. kr. Korrigeret for sidste års frasalg af SAP ERP Business forretningen og aktiviteterne i Letland er der tale om en organisk vækst på 3 %. Alle forretningsenheder bidrog til væksten, dog med højest vækst i Columbus Care, Commerce og Columbus M3, hvor der var to cifrede vækstrater.

EBITDA steg med hele 48 % til 165 mio. kr. Tallet skal dog korrigeres for IFRS16 effekten, hvorfor den reelle stigning i EBITDA var på 19 %. Resultat før skat steg med 42 % til 94 mio. kr.

Cloud-forretningen udvikler sig fortsat godt som følge af kundernes skift til at bruge denne service. Skiftet til cloud-løsninger har omvendt ført til et ventet fald på 10 % i salget af Columbus Software.

Nøgletallet fakturerbare timer udtrykker, hvor meget af konsulenternes tid, Columbus fakturerer. Dette tal er faldet til 52 % fra 54 %. En tommelfingerregel er, at 1 % ændring i dette tal har en effekt på EBITDA på ca. 10 mio. kr. Faldet i nøgletallet skyldes lavere effektivitet i Rusland og UK. Overordnet udviste aktiviteterne i UK en vækst i Q3 på 4 % (+5 % i lokal valuta). UK-forretningen er således ikke negativt påvirket af usikkerhed omkring Brexit. Serviceforretningen leverede overordnet vækst.

Columbus leverer et stærkt Q1-3 regnskab, men ikke alt er forløbet planmæssigt. Der er opstået visse udfordringer i Norge med en iStone-kunde. Det drejer sig om en aftale indgået til fast pris, og hvor arbejdet hermed har vist sig at være mere udfordrende og tidskrævende. Der er indsat ekstra man-power til løsning af opgaven, hvilket belaster indtjeningen.

Desuden har der været udfordringer i det amerikanske datterselskab, hvilket har belastet EBITDA med 14 mio. kr. i første halvår. En turn-around proces er igangsat for at genoprette en positiv udvikling i salget. Chris Alagna tiltrådte som ny chef i Nordamerika i maj måned. Han har mere end 20 års erfaring fra konsulentbranchen via ansættelser hos IBM, Avanana og senest 13 års beskæftigelse hos Hitachi Solutions. Columbus forventer, at der igen vil blive opnået vækst i salget og EBITDA i løbet af 2020. Turn-around processen tager dog tid, og der er lave forventninger til Nordamerika i Q4. De efterfølgende kvartaler skal vise, om der er strukturmæssige udfordringer på dette vigtige marked, eller om den nye topchef lykkes med en genrejsning. Aktiviteterne i Nordamerika udgør en risikofaktor, idet dette geografiske segment tegner sig for 16 % af koncernsalget.

Det langsigtede mål for tilbagevendende omsætning er 25 % i 2021, og her går det den rigtige vej, idet andelen år til dato er steget til 24%. Dækningsbidraget er generelt højest på denne for form salg, hvorfor tendensen er opløftende.

Ledelsen fastholder 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 ni måneder er der opnået et salg på 1.400 mio. kr., et Columbus Software salg på 49 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 164 mio. kr. For at nå målene skal Columbus levere særdeles stærkt i Q4. I 2018 hentede Columbus 27 % af årets faktiske omsætning i Q4. I år skal der hentes 30 % af årets forventede omsætning på ca. 2,0 mia. kr. i Q4. Med udsigt til et fortsat presset marked i Nordamerika er vi usikre på, om målet for salget nås fuldt ud. Sidste år på samme tid lød prognosen for 2018 på en omsætning på ca. 2,0 mia. kr. Det faktiske tal blev 1.875 mio. kr., og det er nok nogenlunde det niveau vi også kan forvente i år.

Integration af iStone

Columbus nævner ikke integrationen af iStone specifikt i Q1-3 regnskabet. Det må vi tage som udtryk for, at processen forløber planmæssigt. Der er heller ikke hensat yderligere udgifter til processen ud over årets udmeldte ramme på 5,0 mio. kr. Der er allerede i H1 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. 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 tilbyder 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. Salg af Analytics & Business Insight, Customer Experience og Application Management (tidligere kaldet Columbus Care) udvikler sig godt. 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 langsigtet køb

Q1-3 er forløbet fint. Det er lykkedes at håndtere udfordringen i Norge, hvilket vi betegner som et enkeltstående problem relateret til én specifik kunde. Udfordringerne i Nordamerika er mere alvorlige, og det lægger pres på såvel salg som indtjening i år. Fra 2020 skulle tingene bedres, men med udfordringer i et datterselskab, der står for 16 % af koncernsalget, er det naturligt at investorerne kræver en discount i aktiekursen. Brexit rummer også en risiko for aktiviteterne. Og integrationen af især iStone er så vigtigt, at investorerne også her kræver en discount. Alle disse risici synes dog rigeligt aflejret i aktiekursen, der i år er faldet med næsten 30 % i et ellers positivt marked.

Siden Thomas Honore tiltrådte 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. Tidshorisonten er konkretiseret frem til og med 2020, hvor målet er årlig at øge salget med gennemsnitligt 3-5 %. I takt med at indtjeningen i iStone bringes op på Columbus-standard, og at man opnår de ventede synergier på omkostningssiden, er målet at bringe EBITDA-marginen op på 13 %. Højere indtjening søges opnået via voksende salg og synergier samt ved at øge andelen af gentagen omsætning (med høj indtjening) til at udgøre 25 % af koncernsalget.

Lykkes alt dette kan vi estimere en indtjening pr. aktie på 1,15 kr. i 2021. Implicit handler aktien ved kurs 8,8 til en P/E2021E på blot 7,7. Det er betydeligt lavere end andre danske it-selskaber som SimCorp, Netcompany og NNIT.

Udover de ovenfor nævnte risici i investeringscasen skal det påpeges, at goodwill posten udgør 55 % af balanceposterne. Denne post er vokset som følge af de senere års mange opkøb. Enhver negativ afsporing i den igangværende integrationsproces med iStone og HiGH Software kan medføre krav om nedskrivning af goodwill posten. De seneste mange års opkøb er dog alle forløbet uden problemer.

Samlet er vores vurdering af Columbus positiv. Efter et fortsat kursfald i aktien frem til dato løfter vi igen vores kortsigtede anbefaling til køb.

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 (55 % er formentlig grænsen). Ambitionen om en gennemsnitlig årlig salgsvækst på 3-5 % er lav for et selskab, der opererer inden for digitalisering.

Muligheder

Købet af iStone og HiGH Software åbner for salg på nye markeder med mulighed for mersalg på tværs af selskaberne. Bruttooverskudsgraden (EBITDA) forventes løftet til 13 % i 2021. Det aktuelle niveau er ca. 11 %. Den markedsmæssige position er blevet styrket markant med sidste års to opkøb. HiGH Software 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 718 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 risikofaktor.

Regnskabstal

I mio. kr.	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	1.123	1.193	1.219	1.875	1.925
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
02-09-2019	10,0	Hold	Køb
14-05-2019	13,0	Køb	Køb
24-04-2019	12,5	Køb	Køb
06-12-2018	13,0	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 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.