

## Derfor er Columbus en interessant langsigtet investeringscase:

- Selskabet har en skalerbar forretningsmodel med højt dækningsbidrag på såkaldt tilbagevendende omsætning. Det er hensigten, at dette salg i 2019 skal udgøre 30 % af koncernomsætningen mod 24,4 % i Q1 2017.
- Columbus har et årelangt godt samarbejde med Microsoft. Inden for de senere år har Columbus tre gange været udnævnt til "Microsoft Global ISV of the Year". Microsoft lancerede i oktober sidste år produktet Microsoft Dynamics 365. Der er tale om en Cloud-baseret løsning. En ændret opkrævningsmodel med indtægter fordelt over flere år fremfor via upfront betalinger forrykker dog indtægterne. På sigt vil det gavne indtjeningen hos Columbus. Dette produkt styrker Columbus' muligheder for at tilføre dets kunder værdiskabende IT-løsninger.
- 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 videreudvikles for at leve op til kundernes ændrede behov.
- Columbus opererer i en branche med stor konkurrence, men det er hidtil blevet imødegået af den førende stilling med de skræddersyede produkter til fødevarer-, detail- og produktionsvirksomheder – en satsning i form af en nicheaktivitet.
- Løbende produktudvikling er vigtigt i bestræbelsen på at fastholde kunderne for "life time". Det er Columbus dygtige til.
- 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 deres kunders (End Users) stigende krav.
- Support er en vigtig parameter for at fastholde kunderne "for life". Her spiller udviklings- og supportcentret i Indien med 120 ansatte en vigtig rolle. Det sikrer ensartethed i løsningen af opgaver og kunderne support døgnet rundt.
- Frem mod 2019 er målsætningen via organisk vækst og opkøb at løfte salget med gennemsnitligt 10 % årligt og at forbedre EBITDA-marginen til 11 %. På baggrund af disse målsætninger handler aktien til en P/E 2019 på 14-15, hvilket er betydeligt under selskabets Peer-gruppe.
- Vi ser selskabet som et muligt Take over emne.

Aktuel Kurs: 14,1

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 1.638 mio. DKK

Antal aktier: 116,2 mio. styk

Næste regnskab: H1 regnskab den 24-08-2017



### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

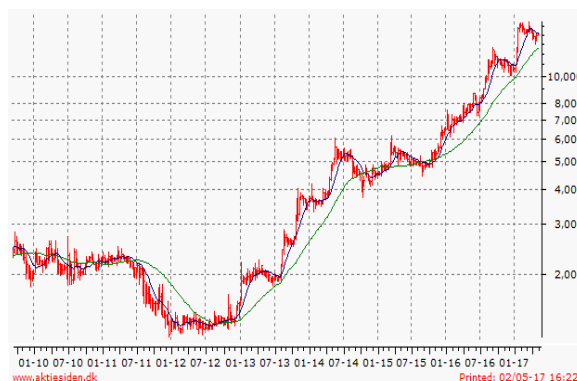
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 14 – 16 (uændret)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 16 – 18 (uændret)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb d. 28-03-2017 v/ kurs 14,8.

Kursgraf fra 2010 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 15,5 / lav: 7,5

### Selskabets forventninger til 2017

Efter Q1 fastholdes forventningerne, dvs. + 10 % på salget til 1,35 mia. kr. og et EBITDA før aktiebaseret aflønning på 150 mio. kr. (144 i 2016). Service EBITDA forventes at nå 80 mio. kr. De langsigtede mål til og med 2019 er gennemsnitligt 10 % årlig vækst i salget og en EBITDA-margin på 11 % samt at det tilbagevendende salg skal forøges til at udgøre 30 % af omsætningen (2016: 25 %).

### Muligheder

Columbus står stærkt indenfor salg af værdiskabende IT-løsninger til fødevarer-, detail- og produktionsvirksomheder. Salget er skalerbart og giver stordriftsfordele. Løbende opkøb sikrer vækst og stigende indtjening. Global Delivery Center i Indien sikrer ensartethed i support og udvikling ved kundeopgaver med en lav udgift og høj kvalitet. Tætte bånd til kunderne giver mulighed for langvarige relationer og supplerende ordrer.

### Risici

Lav organisk vækst er en udfordring. De mange opkøb rummer risiko for krav om nedskrivning af bogført goodwill. Fastholdelse af nøglemedarbejdere udgør også en udfordring. Koncernen vokser via de fortsatte opkøb, hvorfor styring af ressourcer og tidsforbrug stiller krav til ledelsen om konstant at have "hands-on" hele vejen rundt i den stadig større koncern. Enhver afsporing fra de udmeldte planer kan få store negative konsekvenser.

## Facts om Columbus

- Columbus blev etableret i 1989 og børsnoteret i 1998. Selskabet beskæftigede sidste år i gennemsnit 1.105 medarbejdere (1.080 i 2015). Ultimo 2016 var medarbejdertallet ca. 1.200, idet der i årets løb blev foretaget tre opkøb, hvilket indgår som en naturlig del i ledelsens udvikling af virksomheden. Indtil videre er der i år gennemført køb af den amerikanske virksomhed, Tridea Partners, der er ledende inden for ERP og CRM til den voksende fødevarer- og drikkeindustri i USA. Nye køb skal altid passe ind i profilen og/eller styrke produktsortimentet i segmenter med gode vækstmuligheder, hvilket er tilfældet med Tridea.
- 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 en veldefineret kundekreds. Der er tale om ERP- og Cloudbaserede 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. Her er indtjeningen højere end ved salg af ekstern software. Det er målsætningen at bringe andelen af tilbagevendende omsætning op til 30% af koncernomsætningen i 2019 (24,4% var niveauet i Q1 2017).
- Microsoft er en vigtig samarbejdspartner. Microsoft Dynamics 365, der blev lanceret i oktober 2016, er særdeles velegnet til brug for Cloud-løsninger, som Columbus og deres kunder i stigende grad satser på.
- Selskabets udviklings- og kompetencecenter i Indien styrker konkurrenceevnen og giver ensartethed i løsningen af opgaver for kunderne, ligesom support varetages herfra (120 personer var ansat i Indien ultimo 2016). Omkostningsmæssigt og operationelt indebærer denne placering store fordele.
- Hovedkontoret ligger i Ballerup, Danmark. Salget er koncentreret om Danmark, Norge, England, Baltikum, Rusland og Nordamerika. Geografisk står Vesteuropa for 47 % af omsætningen, Nordamerika for 38 %, mens resten af salget sker i Østeuropa.
- Ledelse: Thomas Honoré (født 1969) er koncernchef. Hans Henrik Thrane (født 1968) er CFO. Ib Kunøe (født 1943) er bestyrelsesformand og storaktionær.
- Ultimo 2016 havde selskabet 5.969 aktionærer (5.646 ultimo 2015) med en samlet navnenoteret ejerandel på 97 %. Consolidated Holding (Ib Kunøe) ejede ultimo 2016 i alt 48,8 % af aktierne og ledelsesgruppen 2,9 %. Free flow af aktier udgør dermed ca. 48 %.
- Aktien er noteret i Nasdaq OMX Small-Cap indekset under tickerkoden COLUM. Børsomsætningen er kraftigt stigende, idet den daglige omsætning i 2014 på 760.000 kr. voksede til 870.000 kr. i 2015 og videre op til 2,3 mio. kr. i 2016. Hver børsdag i 2016 blev der foretaget 124 handler i aktien. Det er et ganske højt niveau for en Small-Cap-aktie med et frit flow på ca. 50 %.
- Columbus har til hensigt årligt at udlodde et udbytte på min. 10 % af den nominelle aktiekapital, svarende til 0,125 kr. pr. aktie, hvilket blev erlagt den 26-04 (dagen efter generalforsamlingen). Derudover kan bestyrelsen indstille til generalforsamlingen, at der udloddes ekstraordinært udbytte for et specifikt regnskabsår.

## Forretningen

Columbus udvikler og sælger ERP og Cloud-baserede løsninger, med det formål at skabe værdi for kunderne ved effektiv styring af kundernes økonomi, logistik og produktion. Stort konkurrencepres og globaliseringen vil føre til et udvidet behov for risikostyring i hele varekæden og omkring økonomien ude hos kunden. I tidens løb har Columbus installeret over 8.000 ERP-løsninger til kunder i over 40 lande. Kundelisten er lang og omfatter navne som Hardi International, Augustinus Fonden, Fleggaard, MHI Vestas Offshore Wind, Lagkagehuset, Georg Jensen m.v.

Digitaliseringsprocessen, hvor kunderne skifter til nye ERP- og Cloud baserede løsninger, er i fuld gang. Det giver travlhed hos Columbus, der tilbyder de rette værdiskabende produkter til dets kunder. Fordelene ved effektiv IT-styring er mange og strækker sig over forbedret intern sikkerhed, højere effektivitet hos kundernes ansatte, sikker logistik m.m. Et højt konkurrencepres i fødevarer-, detail- og produktionserhvervene kræver optimal intern styring hos kunderne. Forretningsprocesser styres fx via produktet ColumbusRapidValue.

Generelt tager Columbus altså udgangspunkt i kundernes behov med produkter og services, der sikrer og forbedrer deres tilfredshed og loyalitet. Digital lederskab er et mål for Columbus, der satser på Cloud-baserede og mobile løsninger. Med de rette produkter og medarbejdere vil Columbus være "best in class" for at opbygge langvarige og tætte kunderelationer med deraf afledt stigende omfang af

tilbagevendende salg af nye produkter. ColumbusCare support-produktet er en vigtig service, der giver kunderne adgang til support døgnet rundt – året rundt. Det bidrager til at holde en høj kundetilfredshed og til at fastholde kunderne "for life", hvilket er et erklæret mål. Ledelsen følger løbende op på kundetilfredsheden via tilfredshedsprogrammet Columbus Pulse, hvorved man hurtigt kan sætte ind, såfremt kundernes tilfredshed måtte falde.

Omkring produktudvikling lancerede selskabet sidste år Columbus Dynamic Security Management, der er en ERP-løsning med det formål at sikre kunderne mod svindel og tyveri af data. Der findes også løsninger til behandling og lagring af Big Data, så kunderne kan udnytte mulighederne heri.

I oktober sidste år lanceredes Microsoft Dynamics 365 programmet. Med dette nye produkt har Microsoft styrket sin markedsledende position inden for Cloud-løsninger, hvilket kommer Columbus og siden deres End User kunder til gavn. Ved samme lejlighed blev der indført en ny opkrævningsmetode overfor kunderne med løbende abonnementsordninger mod før et regulært køb upfront. På kort sigt belaster denne ændring regnskabet med færre upfront indtægter og lavere abonnementsbetalinger, der dog i stedet vil strække sig over mange år, såfremt kunderne vedbliver med at samarbejde med Columbus.

## Columbus2020 planen

Columbus arbejder efter fem-års planer. Den første omfattende perioden 2011 til 2016 blev efterlevet til punkt og prikke. Nu gælder det så perioden frem til 2020 med afsæt i Columbus2020 planen. Denne tager udgangspunkt i kundernes behov med fokus på tilbud om værdiskabende produkter og services, der sikrer og forbedrer kundernes tilfredshed og loyalitet. Målsætningen er at opbygge og fastholde langsigtede kunderelationer med deraf afledt voksende omfang af tilbagevendende salg af nye produkter. Målsætningen er, at tilbagevendende kundeomsætning i 2019 skal udgøre 30 % af salget mod 24,4 % i Q1 2017. På dette salg vil man alt andet lige have et højere dækningsbidrag end på nysalg. Columbus skal desuden være en digital markedsleder. Lederskabet skal sikres via innovation ved udvikling af produkter, der forbedrer værdien af kundernes ERP-investeringer og øget brug af Cloud platforme. Columbus vurderer, at mange virksomheder i de kommende år får behov for udskiftning eller optimering af deres bestående ERP-løsninger. Den samme holdning gør sig gældende hos ledende eksperter inden for IT. Der har været udført for lave investeringer i IT i erhvervslivet igennem en række år, så der er oparbejdet behov for opgraderinger mange steder.

Columbus2020 planen omfatter tre værdiskabende elementer:

1. Columbus skal forbedre indtjeningen i service forretningen.
2. Salget af eget software skal skaleres op.
3. Man vil øge andelen af tilbagevendende omsætning hos kunderne.

Disse mål skal opfyldes ved at Columbus og dets kunder er forrest i digitaliseringsprocessen. Det kræver, at Columbus altid har de rigtige værdiskabende produkter. Desuden er det vigtigt, at arbejdsprocesserne udføres i en meget høj kvalitet, dvs. fra den første samtale med en kunde via salgsprocessen og videre til design og implementering i kundens virksomhed. Endelig er supportfunktionen med til at sikre, at kunderne forbliver længe hos Columbus. Alt dette er kun muligt ved at have en dedikeret medarbejderstab, hvilket synes at være tilfældet.

Det er vores vurdering, at opfyldelsen af hovedmålene er mulig via den valgte strategi for perioden frem til 2020. Strategiske opkøb bidrager generelt til at styrke selskabets set-up, idet eksempelvis købet af Client Strategy Group har sikret tilstedeværelse i hele USA (Coast to Coast) med nu 27 kontorer og 250 ansatte i dette store land. Købet af Cambridge Online Systems i England har tilført vigtige kompetencer omkring Cloud. Indeværende års foreløbigt eneste opkøb drejer sig om Tridea Partners, der som markedsledende indenfor ERP og CRM i den voksende fødevarer- og drikkevareindustri i USA synes at passe perfekt ind i den nuværende forretning. De mange opkøb stiller store krav til ledelsens håndtering af integrationsprocessen, men hidtil har disse opkøb bidraget til at styrke koncernen som helhed med mulighed for tilbud om nye og bedre produkter til kunderne og øget geografisk dækning i de vigtigste afsætningslande.

## Forventningerne til 2017 fastholdes

2017 er startet planmæssigt. Omsætningen steg med 13 % til 310 mio. kr. og EBITDA før aktiebaseret aflønning med 14 % til 29 mio. kr. Serviceforretningen (konsulentydelse) voksede med hele 18 %. Service EBITDA steg med 33 % til 26 mio. kr. Indtjeningsfremgangen skyldes opkøb, forhøjede timerater og en stigende anvendelse af det globale servicecenter i Indien. Indtjeningsfremgangen er sikret trods et fald i andelen af konsulenternes fakturerbare timer, idet denne faktor faldt fra 58 % til 55 %. Et "normalt" niveau for denne faktor er 55-60 %. Vi vurderer, at en ændring i denne faktor på 1 % på årsbasis medfører en ændring i EBITDA på ca. 10 mio. kr. Salg af Columbus Software steg med 5 %, mens Cloud-konverteringen som omtalt ovenfor medførte et fald i licenssalget på 20 %. Til gengæld var der så en betydelig fremgang i Cloud-omsætningen. Columbus Software udvikler sig som forventet af ledelsen.

Det er positivt, at tilbagevendende omsætning bestående af Columbus Software abonnemeter, tredjepartsabonnemeter, Cloud- og hostingomsætning samt ColumbusCare kontrakter steg med 17 % og nu udgør 24,4 % af den totale omsætning.

I årets resterende 9 måneder vil de seneste opkøb få stigende effekt, hvorfor vi anser det for sandsynligt, at ledelsens fastholdte mål om et salg på 1,35 mia. kr. og et EBITDA før aktiebaseret aflønning på 150 mio. kr. samt et Service EBITDA på 80 mio. kr. er opnåeligt.

## Columbus er fortsat et langsigtet godt køb

Selskabets langsigtede mål frem til og med 2019 er at løfte salget årligt med gennemsnitligt 10 %. Det vil primært ske via opkøb, så vidt vi kan vurdere det. EBITDA-marginen skal ligge på 11 % i 2019 og tilbagevendende omsætning skal udgøre 30 % af koncernomsætningen. Siden 2011 har selskabet kvartal efter kvartal og år efter år leveret i henhold til de udstukne mål. Vi forventer, at dette også bliver tilfældet frem til og med 2019. I så fald vil omsætningen og EBITDA nå op på 1.635 mio. kr. hhv. 180 mio. kr. Det vil medføre et nettoresultat på 110-120 mio. kr. eller 0,95-1,03 kr. pr. aktie. P/E 2019 (14,1/0,95-1,03) kan således estimeres til 13,7-14,8. En fremskrivning af prognosen to år frem indebærer naturligvis visse usikkerheder. En mekanisme, som har betydning for udviklingen, er amortiseringsposten (A bogstavet i EBITDA), idet den "låses fast" i størrelse efter et opkøb af en virksomhed. Dermed vil den løbende vækst over tid i omsætning og dermed EBITDA-bidrag så at sige automatisk medføre en relativt større stigning i EBIT driftsoverskuddet. Som følge af de senere års mange opkøb er goodwill posten pr. 31-03-2017 vokset til 464 mio. kr. (415 ultimo 2016) og immaterielle aktiver vedrørende kundeforhold udgør desuden 34 mio. kr. Det er særdeles vigtigt, at ledelsen undgår afbræk i processen med integrationen af de tilkøbte enheder, idet det ellers vil opstå krav fra revisor om nedskrivning på disse regnskabsposter (impairment). Hidtil er integrationsprocessen heldigvis forløbet meget tilfredsstillende.

Columbus-aktien har været stærkt ombejlet af investorerne, siden den nye ledelse overtog ansvaret i 2011. På fem år er aktiekursen steget med over 800 % og alene i år med over 30 %. Dertil har aktionærerne fået et udbytte på 0,125 kr. Udsigterne frem mod 2019 tilsiger fortsat langsigtet køb, idet Columbus handler med en discount i forhold til andre danske IT-aktier som RTX, SimCorp og NNIT. Set i forhold til de gode fremadrettede udsigter forekommer det mærkværdigt, at selskabets CEO for nylig valgte at sælge en del af hans aktiebeholdning til en værdi af 15,2 mio. kr. Storaktionæren Ib Kunøe (født 1943) har fastholdt sin ejerandel på 48,8 %. På et tidspunkt i de nærmest kommende år vil han formentlig afhænde eller reducere sin dominerende ejerandel. Et sådant frasalgs vil qua hans store ejerandel og aktive involvering i bestyrelsen givetvis kunne komme de øvrige aktionærer til gavn i form af et egentligt bud på selskabet, idet den højeste pris kan opnås ved en samlet handel frem for et bredt salg af disse aktier ud i det åbne aktiemarked. Vi betragter derfor selskabet som et Take Over emne på mellemlangt sigt.

## Regnskabstal

I mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017E
Omsætning	880	878	1.123	1.193	1.350
EBITDA	70	79	105	144	150
Afskrivninger	25	26	29	33	36
EBIT	45	53	75	105	108
EBT	37	59	83	107	110
Netto efter minoriteter	19	51	65	81	83
Balance	483	550	698	838	900
Immaterielle aktiver	216	249	400	514	500
Egenkapital (moder)	280	326	386	470	540
Gns. antal ansatte	840	889	1.080	1.105	1.300
EBITDA-margin i %	8,0	9,0	9,2	12,1	11,1
Res. pr. aktie	0,18	0,46	0,57	0,70	0,71
Indre værdi	2,64	2,96	3,40	4,04	4,65
Udbytte	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Egenkapitalforrentning%	8,0	16,8	18,2	18,9	16,4



**Seneste fire analyser:**

<b>Dato</b>	<b>Kurs</b>	<b>Anbefaling:</b>	
		<b>Kort sigt</b>	<b>Langt sigt</b>
28-03-2017	14,8	Hold	Køb
14-11-2016	11,3	Køb	Køb
01-09-2016	11,0	Hold	Køb
04-05-2016	7,8	Hold	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 Svendsen 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.