

## Columbus er en interessant langsigtet investeringscase:

- Selskabet leverer kvartal efter kvartal en præstation som følger de fremlagte planer. Derfor vil 2016 sandsynligvis ende tæt på selskabets prognose om en omsætning på 1,2 mia. kr. (+10%) og et EBITDA-resultat på 124 mio. kr. (margin: 10,3%).
- Nettoresultatet for årets første ni måneder er steget med 74% til 58,9 mio. kr. Vi fastholder estimatet om et nettoresultat på 75 mio. kr. for 2016, hvorved aktien ved kurs 11,3 handler til en P/E 2016E på 17 (tæt på niveau med Peers).
- 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.
- 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. Samtidig opnår man konkurrencefordele og forbedret risikostyring (det nye produkt Columbus Dynamic Security Management er et eksempel herpå). Fokuseringen på løsninger til de tre udvalgte brancher/kundetyper fastholdes.
- Rusland rummer mere upside end downside risk efter flere år med vanskelige forhold i landet. Man holder ud.
- Hvis ledelsen formår at leve op til rammen i Columbus2020 planen, vil omsætningen vokse til 1,5 mia. kr. og EBITDA til 150 mio. kr. Baseret på disse forventninger handler aktien til en lav P/E2018E på blot 13. Der synes således at være et stort potentiale i børskursen over de næste tre år, såfremt planen lykkes.
- Selskabet er meget aktiv omkring målrettede opkøb, men reelt er selskabet 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: 11,3

Børs: NASDAQ OMX Smallcap

Markedsværdi: 1.313 mio. DKK

Antal aktier: 116,2 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab formentlig i marts 2017



### Anbefaling:

Kort sigt: Køb (før: Hold)

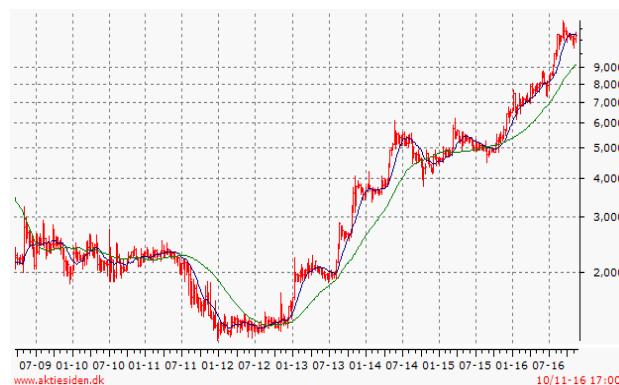
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 11 – 13 (før 10-12)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 14 – 17 (uændret)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb d. 01-09-2016 v/ kurs 11.

Kursgraf fra 2009 og frem til dags dato:



Seneste 12 måneder: høj: 12,5 / lav: 6,6

### Selskabets forventninger til 2016

Forventningerne til omsætningen fastholdes med en fremgang på 7% til 1,2 mia. kr. selv om salget af Columbus Software reduceres fra 105 til 95 mio. kr. Columbus venter fortsat en stigning på 18 % i EBITDA til 124 mio. kr. De langsigtede mål til og med 2018 er gennemsnitligt 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 større Upside end Downside potentiale. Efter en tid med udfordringer i Norge er der mulighed for udvidelse her. Positionen i USA er styrket gennem flere opkøb. Global Delivery Center i Indien sikrer ensartethed i support og udvikling ved kundeopgaver med en lav udgift og i høj kvalitet. Ideen med at knytte tættere bånd til kunderne giver mulighed for langvarige relationer og supplerende ordrer.

### Risici

Væksten kommer fortsat primært fra opkøbene, og den organiske vækst er en udfordring. 58% 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). 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 over 30% af koncernomsætningen i 2018 (24% var niveauet i Q1-3 2016).
- Produktsortimentet omfatter en række softwareløsninger, hvoraf de bedst sælgende i år har været Columbus Business Integration Solution, Columbus Industrial Equipment Manufacturing og Columbus Dynamics Anywhere.
- 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 er i år faldet med 9%, mens der har været en fremgang på 10% i Vesteuropa og 12% i Nordamerika, hvor fremgangen i de to sidstnævnte regioner i høj grad skyldes akquisitioner. Columbus er meget aktiv omkring målrettede opkøb for at styrke koncernen som helhed og positionen i udvalgte lande med særlige behov eller potentiale for vækst. 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. Hans Henrik Thrane (født 1968) er CFO og i oktober 2016 formelt indtrådt i koncernledelsen. 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 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. Trenden er fortsat i Q3, hvor den daglige omsætning steg til 3,3 mio. kr. med i gennemsnit 154 daglige handler. Det er et højt niveau for en Small-Cap-aktie med et frit flow omfattende kun 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.

## Trods valutamodgang og en hurtigere cloud-konvertering leverer Columbus et resultat i henhold til udstukne retningslinjer

Salget i Q1-3 er vokset med 7% i forhold til samme periode sidste år til 855 mio. kr. Opgjort i lokal valuta steg salget med 10%. Ved omregning til DKK belastes man af den svage russiske rubel og faldet i værdien på britiske pund – et fald der blev forstærket af Brexit-beslutningen den 23-06-2016. I årets første ni måneder er værdien af pundet faldet med hele 14%. Vækstfremgangen fordeler sig tæt på 50/50 fra opkøb og organisk. Indtjeningen er steget markant med 71% til et EBITDA på 87,6 mio. kr. Indtjeningsfremgangen skyldes: 1) Fortsat produktivetsforbedring med en faktureringsgrad på hele 58% af konsulenternes udførte arbejde. 2) Et gunstigt produktmix med fortsat fremgang i efterspørgslen efter egne softwareløsninger, der giver et højt dækningsbidrag. 3) Udfordringerne i USA og Norge er blevet løst, hvilket har bidraget til forbedringen i antal fakturerbare timer. 4) Serviceomsætningen er steget til 578 mio. kr. 5) Vækst i den tilbagevendende omsætning på 8%, således at denne type af salg udgør 24% af omsætningen (skalerbart).

Columbus har således på ny leveret et bundsolidt regnskab - selv om alt ikke er forløbet helt som forventet. Man har nemlig set et fald i indtægterne fra nye licenser, hvilket forklares med den digitale udvikling, hvor cloud-konverteringen er sket hurtigere end først antaget. Trods øget fokusering på salg af egen software, er Microsoft en vigtig samarbejdspartner omkring levering af software fra tredjemand. Her har Microsoft i oktober besluttet at udbyde selskabets cloud-løsninger på lejevilkår og ikke som hidtil som en ejerlicens. Det

har medført en vis tilbageholdenhed hos kunder, der påtænker at udskifte eller opgradere deres forretningsapplikationer. De nye licensregler fører på kort sigt til en mindre omsætning fra salg af software, da cloudsalgsmetoden indtægtsføres løbende over lejeperioden i stedet for med fuld effekt på salgs- og leveringstidspunktet. Der er dog udelukkende tale om en tidsforskydning af indtægterne. Samme set-up er indført for egne cloud-løsninger. Salget af Columbus Software steg således kun med 2%, hvilket dækker over 4% fremgang i abonnementer og et mindre fald i licenser. Korrigeret til tidligere praksis ville Software salget være steget med 7%.

Prognosen for hele året fastholdes, men softwaresalget ses nu kun at nå 95 mio. kr. mod før 105 mio. kr. Nedgangen skyldes, så vidt vi kan vurdere det, tidsforskydning af indtægterne jf. ovenfor omkring den nye måde med kundernes leje af software i stedet for køb heraf. Målene for 2016 forekommer at være opnåelige.

### 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 langvarige og tætte kunderelationer med deraf afledt stigende omfang af tilbagevendende salg af nye produkter. Et af de primære mål i planen er at tilbagevendende kundeomsætning i 2020 skal udgøre 30% af salget (24% hidtil i år). Man vil samtidig fremstå som en digital markedsleder, hvilket stiller store krav om udvikling af de bedste produkter tilrettet kundernes behov og ønsker. Lederskabet skal sikres via innovation ved udvikling af produkter, der forbedrer værdien af kundernes ERP-investeringer. Columbus satser på udnyttelse af cloud-baserede og mobile løsninger, der kan leve op til kundernes stigende krav til sikkerhed og kontrol. Myndighederne stiller også større 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 udvidet behov for risikostyring i hele varekæden og omkring økonomien ude hos kunden. 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 holdning gør sig gældende hos ledende eksperter inden for IT.

Udvikling af nye, værdiskabende løsninger, metoder og procedurer, der er hurtigere, bedre, mindre risikofyldte og som giver kunderne et højt afkast tillige med kvalitet og sikkerhed er hjørnestenene i processen med at fastholde og udbygge Columbus' førende position i de udvalgte kundesegmenter. På det 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.

Serviceforretningen vil få stigende betydning i koncernen. Support er naturligvis en vigtig salgsparameter. Ideen med høj kvalitet i support er at kunne fastholde kunderne over lang tid.

Finansielt er målsætningen for de næste tre år frem til 2018 at løfte salget med gennemsnitligt 10% årligt, hvilket skal ske både organisk og via opkøb (fordeling cirka 50/50). 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 præstere et højt serviceniveau og som både i udvikling, markedsføring og salg kan sikre høj kvalitet i produkterne. Et vigtigt tiltag i en hurtigt voksende koncern er at uddelegere opgaverne til de rette personer og fastholde disse i firmaet. Som følge heraf blev Henning Gershof (har været ansat i Columbus i flere år) tidligere i år udnævnt til Vice President for Salg og Marketing. Til at varetage den stadigt 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 ansat hos 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.

Direktionen er i oktober blevet udvidet til udover CEO Thomas Honoré også at omfatte CFO Hans Henrik Thrane, der har været ansat i Columbus siden 2010. Samtidig er der blevet indført et incitationsprogram for direktionen, der får ret til en ekstraordinær kontantbonus på 1-5% af stigningen i selskabets markedsværdi (baseret på aktiekursen) siden 31-12-2015. Procentandelen afhænger af, om koncernen i regnskabsårene 2016-2020 realiserer visse EBITDA-målsætninger. Det skal dog bemærkes, at programmet kun effektueres, såfremt storaktionærens ejerandel reduceres til under 30%, dog undtaget reduktion som følge af kapitaludvidelser ved opkøb. Vi tolker denne lidt specielt sammensatte bonuspakke som forløber for, at storaktionæren kan arbejde på helt eller delvist at nedbringe sin ejerandel.

Samlet er det vores konklusion, at Columbus2020 planen virker realiserbar i fuld udstrækning, og i så fald vil indtjeningen fortsætte med at stige pænt (10+ % p.a.) i de kommende år. At holde udviklingen på vækstsprettet uden afbræk bliver ledelsens afgørende opgave.

## Columbus er en spændende investeringscase

Kort efter Thomas Honoré i 2011 tiltrådte som ny topchef igangsatte selskabet Columbus15 planen. Den blev opfyldt til punkt og prikke. I år blev Columbus2020 planen så søsat, og indtil videre leverer Columbus efter de fastsatte målsætninger. Den stringente interne styring, målrettede opkøb og efterlevelse af planen indgyder troværdighed. Da selskabet opererer i en branche, der konstant ændres og udvides, forventer vi, at den nye plan også vil blive effektueret som ramme, men tilpasninger til nye muligheder under vejs må påregnes i en dynamisk branche. Endnu har Columbus kun sat finansielle mål frem til og med 2018, mens 2019-20 udgør 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 1,5 mia. kr. Med en EBITDA-margin på 10% vil det svare til et bruttooverskud (EBITDA) på 150 mio. kr. og dermed udsigt til 95-100 mio. kr. i nettooverskud. P/E2018E kan derfor estimeres til 13,5 (11,3/0,85). 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 EBIT driftsoverskuddet.

Udsigterne for selskabet og dermed også aktiekursen forekommer lovende. Columbus har en stærk position i markedet for salg af softwareløsninger til de udvalgte segmenter i Food, Retail og Manufacturing. Der er mulighed for udvidelse via opkøb og udvikling af nye løsninger til Internet of Things. De senere år har budt på rigtig mange opkøb. Ledelsen har hidtil haft godt styr på integration/samkøring, og for nærværende er der intet der peger på fejlagtige køb. Vi er dog nødt til at påpege risikoen for eventuelle nedskrivninger af bogført goodwill, rettigheder mv. i forbindelse med disse opkøb. Hvis der opstår problemer i nogle af de tilkøbte selskaber, kan det medføre krav om nedskrivning. Der er stramme regler herfor.

Som nævnt ovenfor handler aktien til en P/E 2018E på blot 13. Det er billigt både set i forhold til hele markedet og til Peers. Opturen på børsen må derfor forventes at kunne fortsætte med et kursmål på rundt 15 i 2018, hvorved P/E vil komme op i 18-niveauet. En positiv joker er udsigten til, at storaktionæren Ib Kunøe (73 år) formentlig på et tidspunkt i de nærmest kommende år vil afhænde eller reducere sin ejerandel. Et sådant frasalg vil qua hans store ejerandel givetvis komme minoritetsaktionærerne til gavn i form af et bud på selskabet, da den højeste pris kan opnås ved en samlet handel frem for et bredt salg ud i det åbne aktiemarked. Vi betragter derfor selskabet som et Take Over emne på mellemlangt sigt.

## 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	775
Immaterielle aktiver	225	216	249	400	485
Egenkapital (moder)	273	280	326	386	450
Antal ansatte	850	840	889	1.080	1.120
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.