

Fortsat på sporet

Med en samlet omsætningsvækst på 9% i andet kvartal og 7% for første halvår, fastholder Bording både ambitionen om at blive Skandinaviens førende og målsætningen om betydelig vækst. Forventningen til årets omsætning præciseres til DKK 630 mio. (fra 600-630 mio.), mens resultatet fortsat ventes at blive DKK 25 mio. Trods omkostninger til integrering af opkøb og skuffende udvikling i Sverige, ser vi stadig gode muligheder for en opjustering i forbindelse med regnskabet for 3. kvartal i november.

- Opjustering fortsat i vente** Nettoresultatet for 2. kvartal var på DKK 2 mio. mod DKK 3 mio. sidste år, hvorfor resultatet for halvåret endte på samme niveau som sidste år med DKK 6 mio. Vi ser dog stadig en god mulighed for opjustering af forventningerne i forbindelse med regnskabet for 3. kvartal. Afskrivninger og omkostninger i forbindelse med integrering af aktiviteter har påvirket indtjeningen negativt i kvartalet, men fremadrettet står Bording godt rustet til at høste gevinsterne. Vi forventer derfor, at indtjening også næste år styrkes markant, samt at der er gode muligheder for, at resultatet for 2014 kan blive bedre end selskabets udmelding på DKK 25 mio., der dog stadig er en forbedring på knap 40% i forhold til 2013.
- Opkøb præger Bording** Med opkøbene af Relationshuset Gekko og Formula, har Bording øget sin årlige omsætning med over DKK 140 mio., og øger dermed omsætningen med over 25%. Allokering af ressourcer til disse opkøb samt til integrering af de svenske instore-aktiviteter, har dog været betydelige. Bording har således haft meget fokus på de interne forhold i kvartalet, hvilket har bidraget til, at der i kvartalet ikke samlet har været nogen organisk vækst. Omkostninger og afskrivninger til akquisitionerne har samlet øget omkostningsniveauet, således at nettoresultatet for kvartalet kun blev på DKK 2 mio. og således DKK 1 mio. lavere end sidste år trods en omsætning, der var 9% højere.
- Op for IT** Som ventet øgede Bording Data sin omsætning markant i kvartalet med 20% år/år i forbindelse med udrulningen af POS systemet til Dagrofas 500 butikker. Indtjeningen blev dog kun på DKK 1 mio., og således på niveau med sidste år. Dette skyldes, at den fulde indtjening først realiseres ved ordrens færdiggørelse, så vi estimerer fortsat med væsentlig indtjeningsfremgang for Bording Data.
- Ned for Sverige** Integrationen af de svenske instore-aktiviteter medførte stadig, at Bording taber instore-omsætning. I kvartalet var omsætningsfaldet på 24% i Sverige, der dermed var det tredje kvartal i træk med omsætningsfald. I de seneste tre kvartaler har Bording i Sverige således mistet DKK 35 mio. i omsætning. En del af nedgangen skyldes dog frafald af intern omsætning og enkeltstående ordre, så vi estimerer, at omsætningen i Sverige igen vil vise fremgang. Omsætningen vil dertil formentlig snart blive positivt påvirket af yderligere opkøb eller partnerskab.
- Værdiskabende opkøb** Med en målsætning om at blive Skandinaviens førende inden for salgs- og relationsskabende kundekommunikation, skal Bording fortsætte sin opkøbsstrategi. Det er derfor afgørende for en positiv kursudvikling, at Bording foretager værdiskabende opkøb. De seneste opkøb, estimerer vi, vil generere meget værdi på meget kort sigt.
- Neutral -> Køb** Vi fastholder vores forventninger til aktiekursens udvikling; på kort sigt niveauet DKK 1.100 og på længere sigt niveauet DKK 1.300. Vi forventer dels en opjustering af resultatet for 2014, dels at 2015 igen vil vise et markant niveauøft i indtjeningen, hvilket forventes at hæve aktiekursen med ca. 20%.

Anledning: Halvårsregnskab 2014

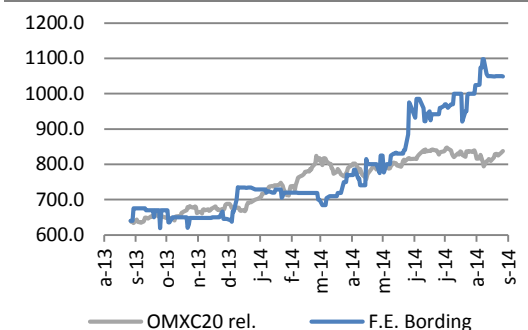
ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	1100
Kursforventning 12-18 md. DKK	1300
Aktiekurs, DKK	1060

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSUUDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	1098	1098	1098
Lav	921	684	619
FE Bord.(%)	8	50	64
OMXC20 (%)	2	4	33

Markedsværdi (DKK mio.)	358
Antal aktier	343.527

Fondskode	DK0010008028
Reuters kode	BORDB.CO
Bloomberg kode	BORDB:DC
NASDAQ/OMX Shortname	BORD B

Næste regnskab: 3. kv. 2014 24. nov. 2014

Selskabets forventninger til 2014

Bording forventer, før eventuelle opkøb, en omsætning på DKK 630 mio. (før DKK 600-630 mio.) og et resultat efter skat på DKK 25 mio.

Analyseansvarlig: Jesper Ilsøe

PRAETORIAN RESEARCH
Amagertorv 9, 2.
DK-1160 København K
Tlf.: +45 5025 3000
Mail: info@p-research.dk
www.p-research.dk

Høj vækst

Høj akquisitorisk vækst ...

Investeringscasen i Bording er vækst, og omsætningsvæksten er primært baseret på værdiskabende opkøb af kommunikationsvirksomheder i Danmark, Sverige og Norge. De seneste opkøb bidrager til indtjeningsvækst i år, men ventes også at give et væsentligt løft i indtjeningen fra og med næste år. Dertil har væksten også indfundet sig i Bordings IT-division, Bording Data, som vi forventer vil vise markant indtjeningsløft i år og fremover.

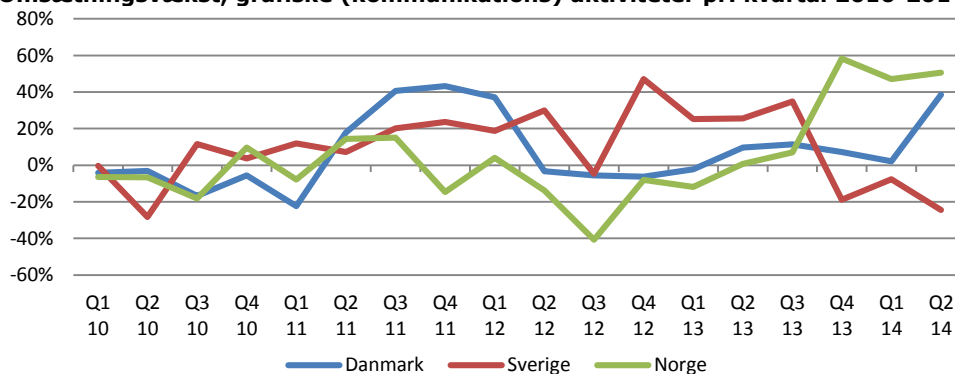
... løfter indtjeningsniveauet

Selvom markederne generelt ikke har vist nogen vækst, venter vi fortsat, at Bording vil fortsætte med at øge omsætningen direkte og indirekte fra såvel de foretagne opkøb som de kommende, og væsentligst, at såvel indtjeningsniveauet som nettoindtjeningen dermed vil blive løftet markant.

Lav organisk vækst

Omsætning – mest op
Den organiske omsætning i kommunikationsaktiviteterne er fortsat lav, hvorfor driveren er og har været opkøb – senest i Danmark og Norge, som det ses af nedenstående graf.

Omsætningsvækst, grafiske (kommunikations) aktiviteter pr. kvartal 2010-2014

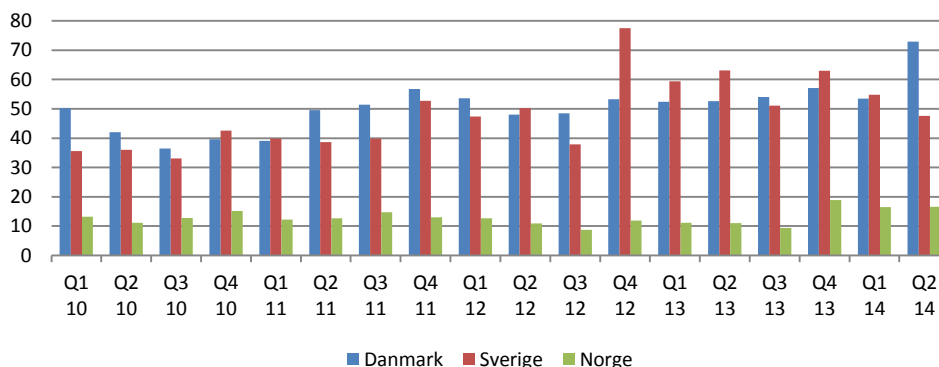


Kilde: Praetorian Research

Mere end 33% omsætningsvækst fra seneste tre opkøb

Med opkøbet af Formula i april øges omsætning i Danmark med over DKK 100 mio. og opkøbet af majoriteten i Relationshuset Gekko i juli, bidrager med yderligere DKK 40 mio. på årsbasis. Opkøbet af majoriteten af Cognito i Norge i oktober 2013 bidrager dertil med helårsomsætning i niveauet DKK 30 mio., således at helårsomsætningen øges med over DKK 170 mio., svarende til en samlet øgning af omsætningen på ca. 33%.

Omsætning, kommunikationsaktiviteter, pr. kvartal 2010-2014



Kilde: Praetorian Research

Svensk omsætning med for tredje kvartal i træk

Den svenske omsætning har, som det ses af grafikken, dog været dalende i tre kvartaler i træk, hvilket har medført, at omsætningen de seneste tre kvartaler har været DKK 35 mio. under året før. En væsentlig del heraf skyldes sammenlægningen af de to svenske instore-virksomheder, herunder fysisk flytning af aktiviteter. Dette har bl.a. betydet frafald af kunder samt manglende

salgsfokus. Dertil har sammenlægningen medført frafald af tidligere bogført, intern omsætning imellem de to instore-virksomheder, og endelig har en stor enkeltstående ordre boostet omsætningen i 2013.

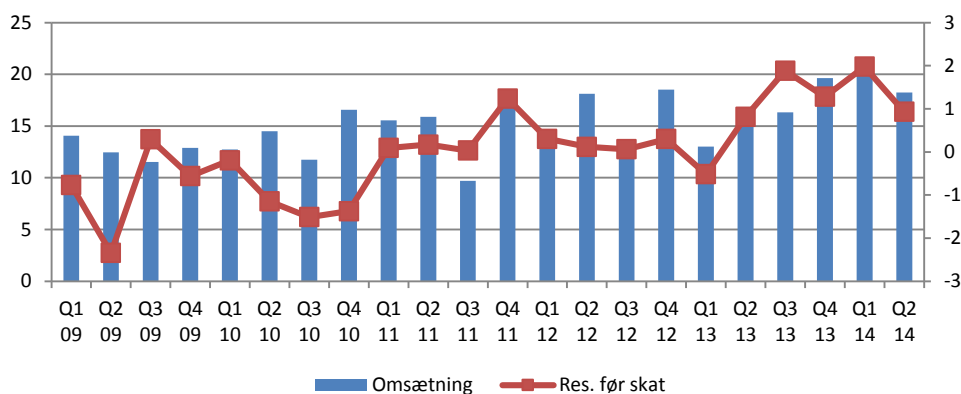
Sverige på plads til fregang

Instore-aktiviteterne er nu på plads med ny ledelse, og det er derfor vores forventning, at de nu vil kunne øge salgsindsatsen, herunder også i Danmark og Norge, hvor instore-produkterne ikke markedsføres endnu. Med organisationen på plads, estimerer vi, at omsætningen vil blive øget i andet halvår af 2014, men at væsentlig vækst i omsætningen først viser sig til næste år.

20% vækst i Bording Data

Bording Data, der bl.a. leverer point of sales (POS) systemer (kasseterminalsystemer) til detailkæder, har fortsat sin høje vækst fra første kvartal på 60% med en vækst på 20% år/år i andet kvartal.

Bording Data; Omsætning og resultat før skat (DKK mio.) 2009-2014



Kilde: Praetorian Research

Trods godt 2013, vil 2014 også vise vækst i Bording Data

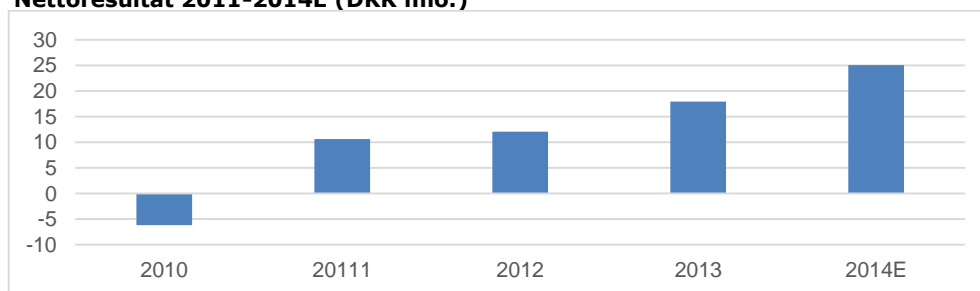
Salg og installation af POS systemer – til bl.a. Bauhaus og nu til Dagrofas mere end 500 butikker er p.t. den primære vækstdriver. Dagrofa-ordren er endnu ikke udført i alle butikker, hvorfor vi er konfidente ved at estimere vækst for hele året i Bording Data. Bording Datas omsætning udgør dog kun ca. 15% af den samlede koncernomsætning, så omsætningsvæksten her, har ikke den store effekt på den samlede omsætning. Derimod er der en relativt større effekt på koncernindtjeningen.

40% indtjeningsvækst i 2014

Indtjeningen fortsat på vej op

Trods den store omsætningsvækst i andet kvartal på 9% og for halvåret på 7%, blev nettooverskuddet i Bording lavere i andet kvartal med DKK 2 mio. mod DKK 3 mio. i 2013. For halvåret endte nettooverskuddet med DKK 6 mio. dog på niveau med første halvår 2013, og vi forventer fortsat, at Bording når et det udmeldte nettoresultat på DKK 25 mio. for hele året, og dermed en indtjeningsvækst på 40% år/år.

Nettoresultat 2011-2014E (DKK mio.)



Kilde: Praetorian Research

Formula – en stor og vel overstået opgave

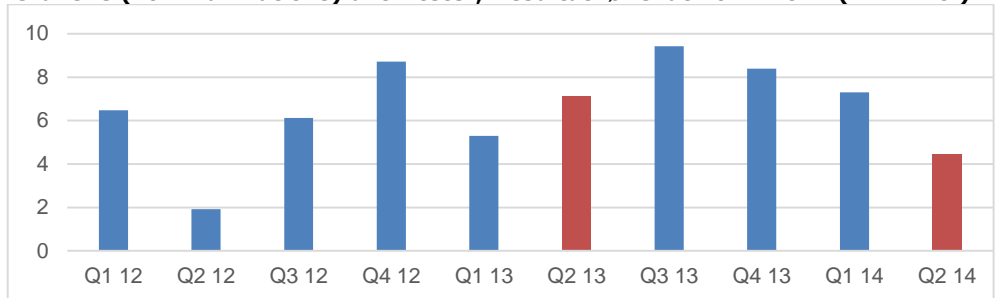
Det lavere kvartalsresultat skyldes primært – forventede - omkostninger og afskrivninger i forbindelse integrationen af Formula. Det har været en meget stor opgave for Bording, dels at integrere medarbejderne fra Formula, dels at flytte

produktionskapacitet til Jysk Formular Print. Integrationen er dog stort set allerede nu helt på plads, hvorfor yderligere omkostninger hertil ikke forventes. Dertil anser vi, at den tilendebrogte integration af de svenske aktiviteter vil medføre, at omkostninger hertil ikke igen påvirker resultatet negativt.

Dårligere kvartal, men halvårsresultatet på niveau med 2013

Resultatet for de grafiske (kommunikations) virksomheder, endte andet kvartal således med et resultat før skat på DKK 4 mio. mod DKK 7 mio. sidste år. Samlet blev indtjeningen for halvåret dog lig indtjeningen i første halvår 2013.

Grafiske (kommunikations) aktiviteter; Resultat før skat 2012-2014 (DKK mio.)



Kilde: Praetorian Research

Relativ højere indtjening i Bording Data

Endelig vil Bording Data også bidrage positivt til den samlede indtjening, og vi estimerer, at bidraget vil være relativt højere, end de ca. 15%, som omsætningen udgør af koncernomsætningen. Dette skyldes primært Dagrofa-ordren, hvor omkostninger til tilpasning til de enkelte butikkers systemer er størst i starten af udrulningen, og betydeligt mindre i den afsluttende fase.

Nyt indtjeningsniveau

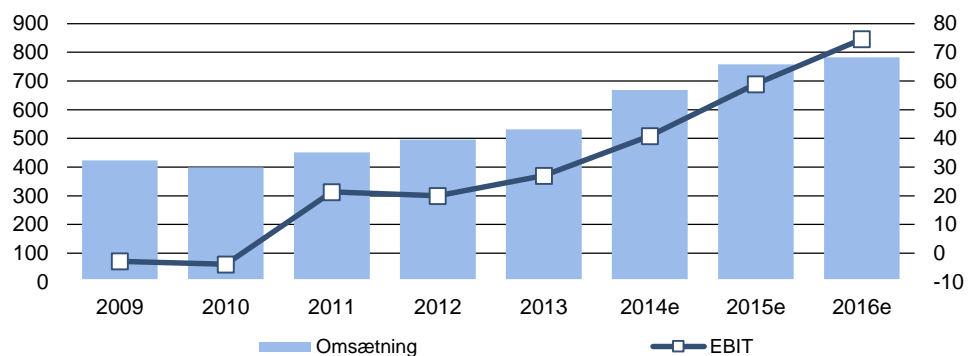
Endnu niveauskift i indtjeningen ventes i 2015...

Selvom Bording – formentlig – i år præsterer en resultatvækst på mere end 40% til et nettoresultat på DKK 25 mio., estimerer vi med yderligere vækst i 2015 til et resultat i niveauet DKK 38 mio. Halvårsresultatet har ikke ændret på disse forventninger og fundamentet herfor.

... og igen i 2016

Bordings indtjeningsmål er en driftsmarginal for den primære indtjening (EBIT-margin) på 10%. Med en forventet omsætning i niveauet DKK 630 mio. i år, svarer det til DKK 63 mio., hvilket er noget over det forventet realiserede EBIT-resultat i 2014 på DKK 41 mio. (EBIT-margin på 6,1%). Uden at Bording når en EBIT-margin på de 10%, estimerer vi fortsat, at den ordinære driftsindtjening vil ligge i niveauet DKK 60 mio. i 2015, og dermed mere end dobbelt så højt som i 2013, og at indtjeningen vil blive øget yderligere til niveauet DKK 75 mio. i 2016.

Omsætning og EBIT 2009-2016E (DKK mio.)



Kilde: Praetorian Research

Opkøb er primære, men ikke eneste kilde til resultatfremgang

Vi forventer, at den primære forbedring af indtjeningsevnen kommer fra tilkøbte aktiviteter – enten direkte fra de nye aktiviteter eller via krydssalg og/eller udvikling af nye produkter og services baseret på de kompetencer, som er erhvervet. Sekundært ser vi indtjeningsforbedringer fra integration af de enkelte enheder i koncernen, således at effektiviteten øges. Med fortsat svag

markedsvækst, forventer vi ikke, at de eksisterende grafiske aktiviteter har mulighed for væsentligt at hæve indtjeningsevnen inden for en kort horisont.

10% EBIT-margin fra nye aktiviteter er muligt...

Med allerede foretagne opkøb på over DKK 140 mio., vil Bording i 2015 kunne generere en EBIT-indtjening på ca. 14 mio., alene fra disse aktiviteter, såfremt de genererer en EBIT-margin på 10%. Selvom hverken Formula eller Relationshuset Gekko historisk har haft en indtjeningsevne på det niveau, er det absolut realistisk, at Bording kan opnå dette niveau fra aktiviteterne.

... men vi venter det først i 2016

Bording har ikke købt hele Formula, men har alene erhvervet de aktiviteter, man ønskede, herunder i særlig grad salgfunktionerne (kunderelationerne). Dertil kan Bording udnytte stordriftsfordele ved at sammenlægge produktion hos Jysk Formular Print. Ved at komme under Bording, kan Relationshuset Gekko drage fordele af en bredt forgrenet organisation og en lang række kunder, ligesom Bording kan udnytte Relationshuset Gekkos store kunder. Vi estimerer dog, at 10% EBIT-niveauet i disse aktiviteter ikke opnås først i 2016.

Relationsskabende kommunikations-services et nyt, givtigt område for Bording

Med MAILIT i Sverige samt opkøbet af Cognito i Norge og Relationshuset Gekko i Danmark, har Bording fået et solidt fodfæste inden for CRM og relationsskabende kundekommunikation. Dette giver rige muligheder for krydssalg af disse services til Bordings eksisterende kunder, hvormed Bording ikke blot kan tilbyde et mere værdifuldt produkt til kunderne, men også et produkt, hvori der er større indtjening for Bording.

Nye kompetencer giver mulighed for nye services med høj indtjening

Dertil har Bording gennem opkøbene fået tilført kompetencer, der giver muligheder for at udvikle nye produkter. Således forventer vi, at man vil kunne tilbyde produkter, der kan udnytte, at man f.eks. med Bording Datas Viking/POS systemer har adgang til et stort datamateriale, og at man med opkøbene nu har mulighed for at anvende disse data til at forbedre butikkernes kunderelationer. Disse produkter forventer vi har en høj indtjeningsmargin, da de er baseret på software og specialiseret knowhow/services.

Bording fungerer i højere grad nu som én og mere effektiv virksomhed...

Bording har det seneste år integreret de mange virksomheder i koncernen, således at selskabet ikke blot udadtil fremstår som én virksomhed, men også så det indadtil i højere grad fungerer som én virksomhed. Dette giver mulighed for øget (kryds) salg, samtidig med, at effektiviteten øges og omkostningsniveauet dermed falder.

... omsætning pr. medarbejder går op

Et udslag af den øgede effektivitet se f.eks. af omsætningen pr. medarbejder. Denne er øget markant fra DKK 1,1 mio. i 2010 til DKK 1,8 mio. i 2013, og med ca. DKK 2 mio. i omsætning pr. medarbejder fra de 75 nye medarbejdere fra Formula og Relationshuset Gekko, vil effektiviteten også fremadrettet blive øget.

Fokus på værdiskabelse

Opkøb skal skabe vækst og værdi til aktionæerne

Bordings opkøb har to sideordnede finansielle krav; dels skal de bidrage til indtjeningsmålet for EBIT-marginen, dels skal de øge værdien af selskabet. Det sidste opnås, hvis prisen for aktiverne er lavere end den tilsvarende pris, aktiemarkedet betaler for Bording. De seneste opkøb opfylder umiddelbart begge kriterier, og med Bordings markedsposition, forventer vi, at Bording også fremadrettet vil skabe værdi til aktionæerne via opkøb.

Forkula: et godt eksempel på værdiskabelse...

Bording handler p.t. til en EV/EBIT multipel på 12,5 for 2014E, inklusiv estimeret indtjening fra Formula og Relationshuset Gekko. Den samlede pris inklusiv gæld for Formula var DKK 37 mio. inklusiv en earn-out på DKK 6 mio., hvorfor Formula-aktiviteterne skal generere et driftsresultat på minimum DKK 3 mio. (37 mio./12,5) for at tilføre værdi til Bording. Med en forventning om et indtjeningsbidrag i niveauet DKK 10-14 mio. efter endt integration, vil Formula således generere værdi til aktionæerne.

... til ca. DKK 100 mio.

Baseret på en estimeret EV/EBIT-multipel i niveauet 8,5 for 2015, er den direkte værdi generet til aktionæerne fra Formula i niveauet DKK 100 mio., svarende til ca. DKK 300 pr. aktie, når Formula genererer den ventede indtjening. Aktiemarkedet har derfor også kvitteret med kursstigning, der dog ikke er på det

fulde potentiale, da der er en vis risiko i scenariet, og da aktiemarkedet allerede havde inddiskonteret, at Bording ville opnå en forbedring af indtjeningsniveauet.

Ny opkøb giver både vækst – og måske kursløft

Med en fortsat svag grafisk sektor, ser vi gode muligheder for, at Bording kan overtage interessante og værdiskabende aktiviteter fra f.eks. andre nødlidende virksomheder. Dertil er dog også gode muligheder for Bording for at skabe værdi fra opkøb og skabelsen af en førende skandinavisk virksomhed inden for relationsskabende kundekommunikation. Yderligere opkøb er derfor ikke blot vækstskabende, men er også potentielle kurstriggere.

Køb på sigt

Opjustering stadig en mulighed – ellers stiger kursen først på lidt længere sigt...

Vi anser det fortsat for sandsynligt, at Bording i forbindelse med regnskabet for 3. kvartal opjusterer sin forventning til helårsresultatet. I det tilfælde forventer vi, at aktiekursen vil gå imod niveauet DKK 1.300. Såfremt, der ikke sker en opjustering, forventer vi, at kursen vil blive i niveauet DKK 1.100, indtil Bording kommer med sine forventninger til 2015-resultatet i forbindelse med årsrapporten for 2013.

... medmindre der foretages nye opkøb

Med fortsatte muligheder for værdiskabende opkøb, har særligt en større akquisition potentialet for at være en positiv kurstrigger. Vi har dog ikke inddiskonteret et sådant scenario i vores kursforventninger, hvorfor vi fastholder anbefalingen Neutral på kort sigt og Køb på langt sigt.

F.E. Bording

1. september 2014

NØGLETAL

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kursrelaterede						
P/S	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	14.0	18.5	13.7	14.6	10.1	7.7
K/I (markedsværdi/egenkapital)	1.4	2.0	2.0	2.4	2.0	1.6
EV/Omsætning	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.1	9.6	8.9	9.0	6.6	5.1
EV/EBIT	13.8	17.9	14.4	13.0	9.1	6.9
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	7.3	6.0	7.8	10.6	13.2	15.5
ROE (%)	10.4	10.6	14.3	16.7	19.9	21.2
ROIC (%)	6.8	6.5	7.6	10.3	13.2	15.3
Udbytteafkast (%)	2.7	1.8	1.6	1.1	1.5	2.0
Udbytteandel (%)	38.1	33.6	22.6	16.3	15.1	15.1
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	32	34	37	38	42	47
Gearing (%)	114	98	80	77	57	34
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	31.5	35.7	53.1	73.5	106.2	138.8
Udbytte pr. aktie	12.0	12.0	12.0	12.0	16.0	21.0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	295	358	389	521	517	495
Markedsværdi	149	223	246	358	358	358
Antal aktier (mio.)	0.338	0.338	0.338	0.338	0.338	0.338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	440	660	729	1060	1060	1060

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.						
	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Nettoomsætning	451	496	532	668	758	782
EBITDA	36	37	44	58	78	96
EBITDA-margin (%)	8.1	7.5	8.3	8.7	10.3	12.3
EBIT	21	20	27	40	57	71
EBIT-margin/overskudsgrad (%)	4.7	4.0	5.1	6.0	7.5	9.1
Netto finansposter	-5	-4	-1	-2	-4	-3
Resultat før skat	17	16	26	38	53	68
Resultat efter skat	11	12	18	25	36	47
Resultatgrad (%)	2.3	2.4	3.3	3.7	4.7	6.0
Balance DKK mio.						
	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Immaterielle aktiver	76	87	101	119	134	147
Materielle aktiver	102	100	100	102	103	103
Finansielle aktiver	12	9	18	20	21	23
Varebeholdninger	26	32	30	39	44	46
Tilgodehavende	124	122	117	150	170	175
Likvid beholdning	6	10	11	3	7	30
Aktiver i alt	346	360	378	433	479	524
Egenkapital	103	114	125	146	178	220
Minoriteter	8	7	13	18	23	28
Hensættelser	12	13	16	16	16	16
Langfristet gæld	41	35	33	39	35	31
Kortfristet rentebærende gæld	91	94	90	90	87	84
Leverandørgæld	80	84	87	107	121	125
Anden gæld	12	12	14	17	19	20
Passiver i alt	346	360	378	433	479	524

INVESTERINGSCASE

Investeringscasen i Bording er primært baseret på:

- Et løft i EBIT-marginen til niveauet op til 10% via opkøb og effektiviseringer
- At selskabet kan fortsætte med at vokse lønsomt via akquisitioner i Skandinavien/Norden

De mere langsigtede dele af investeringscasen består af mulighederne for, at:

- Indtjeningen konsolideres i niveauet 10%
- Begrænset organisk vækst
- Bording opkøbes eller indgår i et større strategisk samarbejde

MULIGHEDER OG RISICI PÅ KORT SIGT

- Væsentlig forbedring af indtjeningsevnen fra effektiviseringer
- Risiko for marginpres fra konkurrenter og fortsat konjunktur nedgang for den grafiske branche
- Gennembrud for salget af digitale løsninger, herunder doc2mail (e-boks løsning til bl.a. stat og kommuner) og Web²Publishing.

MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Væsentlig øget indtjening fra værdiskabende opkøb
- Opkøb af Bording
- Risiko for store værdidestruerende opkøb

PRISFASTSÆTTELSE

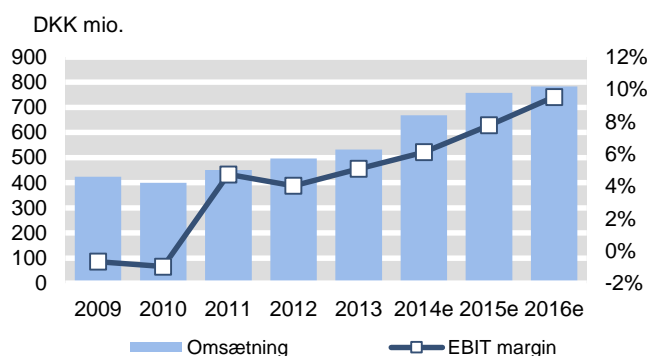
Såvel den kortsigtede som den langsigtede prisfastsættelse af aktien er baseret på en DCF-værdi i niveauet DKK 1.100-1.200, der er baseret på et fremtidigt EBIT-niveau på ca. 10%.

Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	1.100
12-måneders kursværdi pr. aktie, DKK	1.300

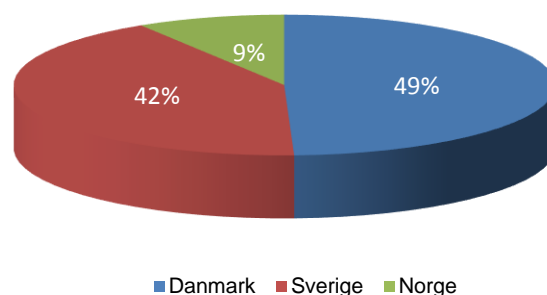
VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede kommunikation i - primært større skandinaviske - virksomheder, herunder både den interne kommunikation som kommunikationen med virksomhedernes kunder. Selskabet har skiftet fokus fra selv at producere produkterne, herunder f.eks. tryksager og konvolutter, til at være rådgiver og udvikler af kommunikationsløsninger og produkter med ekstern sourcing af selve print/tryk-produktionen. Bording har dertil en software-division, der p.t. primært udvikler og leverer Pont-of-Sale samt logistikløsninger til danske butikskæder.

Udvikling i omsætning og EBIT



Omsætningsfordeling (2013)



ANBEFALINGSSTRUKTUR

Kurs- og anbefalingsstrukturen er baseret på den forventede absolutte udvikling i aktiekursen på henholdsvis 6 måneders og 12 måneders sigt. Anbefalingsstrukturen er som følger:

Anbefaling	Forventet kursperformance
Køb	> 10%
Neutral	-10% - +10%
Salg	< -10%

DISCLAIMER

Forholdsregler mod interessekonflikter:

Praetorian Research følger regler og anbefalinger fra Den Danske Børsmæglerforening og Den Danske Finansanalytikerforening til imødegåelse af interessekonflikter m.v. Det er således ikke tilladt analytikere i Praetorian Research eller andre at investere i selskaber, som Praetorian Research analyserer.

Advarsel:

Dette notat er ikke og skal ikke opfattes som en fuldstændig analyse af noget selskab, branche eller værdipapir. Notatet er baseret på informationer, der er gennemgået omhyggeligt, men Praetorian Research garanterer ikke for materialets fuldkommenhed og påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af notatets informationer og vurderinger. Vurderinger kan ændres uden varsel. Notatet er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud om eller opfordring til at købe eller sælge noget værdipapir.

Research provider:

Selskabet, som dette notat vedrører, har indgået en research provider aftale med Praetorian Research, der indebærer, at Praetorian Research modtager et honorar fra selskabet for at udføre aktieanalyse af det. Selskabet har ingen indflydelse på de konklusioner og anbefalinger, som Praetorian Research udtrykker i sin analyse af selskabet.