



6 MÅNEDER



12 MÅNEDER

Store kurstriggere i skyggen

To potentielt store kurstriggere var der i Bordings rapport for 1. kvartal 2017. Kurstriggerne er dog kommet til at stå i skyggen af blandt andet et lavere driftsresultat i kvartalet år/år. Vi ser derfor gode muligheder for et kursløft, der dog formentlig tidligst vil indfinde sig ultimo året, når effekten af kurstriggerne har materialiseret sig.

Svensk sensation

Den mest interessante nyhed og den nyhed med den potentielt største effekt på kursudviklingen for bordingaktien de kommende 1-2 år er nyheden om udviklingen i Sverige. Således ser vi de svenske aktiviteter for at kunne være blandt de bærende elementer for den fremtidige indtjeningsfremgang i Bording. Stort set siden 4. kvartal 2013 og opkøbet af de svenske instore-aktiviteter, har Bording haft en faldende omsætning i Sverige samt omkostninger forbundet med restruktureringer m.v. I 1. kvartal 2017 var omsætningsfremgangen i Sverige dog på 15%, og med fremgang inden for alle forretningsområderne, er der stærke tegn på, at Sverige endelig kan blive den vækstgenerator, som markedet var spået at blive.

Fortsætter den positive udvikling de kommende kvartaler, forventer vi derfor, at det vil få en positiv effekt på koncernens omsætning og indtjening samt aktiens kursudvikling.

IT-guldægget

Den langsigtede investeringscase i Bording er i høj grad baseret på, at Bording Data, der primært udvikler og leverer systemer til detailhandlen og til abonnementsdrevne virksomheder, udnytter sit store forretningsmæssige potentiale. I første kvartal landede Bording Data OK+ som ny kunde og dermed installation af ViKING Commerce systemet i ca. 75 butikker. Dermed fastholdes den positive udvikling med at få stadig flere nye kunder og dermed en vækst i de p.t. mere end 3.000 butikker, der anvender systemet. Med en stadig større markedsandel i Danmark øges mulighederne for et internationalt gennembrud også. Dertil har Bording meddelt, at man vil øge salgsindsatsen.

Med bl.a. implementering af systemer i alle Matas' og OK+ forretningerne i år, forventer vi, at den meget positive udvikling i Bording Data de seneste år vil fortsætte, hvilket har potentialet til at få en væsentlig positiv indflydelse på koncernens resultatudvikling samt aktiekursens udvikling.

I skyggen

De positive nyheder fra såvel de svenske aktiviteter som Bording Data bliver dog i kvartalsmeddelelsen overskygget af, at resultatet før skat i kvartalet kun blev på DKK 3,2 mio. mod DKK 6,3 mio. i samme kvartal sidste år, at omsætningen i Bording Data faldt 8% år/år, samt at selskabets forventninger til 2017 fastholdes med et EBITDA resultat på ca. DKK 50 mio. Bordings indtjeningsforventninger er således også fortsat på 2016-niveauet, hvilket ikke indikerer, at der er tale om en vækstcase. Det lavere resultat skyldes dog bl.a. en øget omkostningsbase i Bording Data i forbindelse med den øgede udviklings- og salgsindsats, og er derfor ikke helt retvisende for den reelle udvikling.

Aktiekursen op

Vi forventer, at aktiekursen på den korte bane vil forblive i niveauet DKK 800 og først ultimo året/primo 2018 vil øges op imod niveauet DKK 850 – afhængig af udviklingen i Bordings vækst- og indtjeningssevne. Effekterne fra udviklingen i Sverige og Bording Data ser vi først for alvor slå igennem for årsresultatet, og at aktiemarkedet, som hidtil i forhold til Bording, først vil kvittere for udviklingen, når resultaterne har materialiseret sig.

KURSFORVENTNINGER

Kursforventning 6 md.	DKK	800
Kursforventning 12 md.	DKK	850
Aktiekurs	DKK	778

INVESTERINGSCASEN

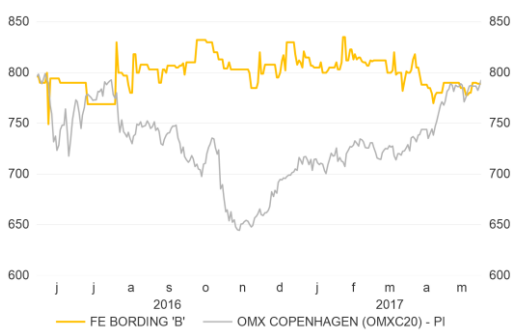
De væsentligste faktorer for investeringscasen er:

- Bording formår at øge omsætningen og indtjeningen på de digitale forretninger mere end faldet på den traditionelle, grafiske forretning inden for tryk og print.
- Øget vækst og indtjening i Bording Data (IT-systemer) i Danmark og særligt i udlandet.
- En væsentlig forbedring af indtjeningssevnen (EBIT-margin), drevet af en øget omsætningsandel fra digitale services samt de svenske aktiviteter.

KURSTRIGGERE

- 2017: Bording Datas indgåelse af aftaler med store detailkæder – evt. i udlandet
- 2017: Større opkøb inden for digital kommunikation eller ny branche
- Turnaround i Sverige
- Markant fremgang i 2017
- Større værdiskabende opkøb

KURSUUDVIKLING 12 måneder



Markedsværdi (DKK mio.) 263

Antal aktier 337.960

VIRKSOMHEDSPROFIL

Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og smart mail kampagner samt integrerede webshopløsninger. Til detailbranchen leveres POS (point of sales) kasseterminalsystemer og til bl.a. dagblade leveres abonnementsystemer.

Næste regnskab: 2. kv. 2017 28. juli 2017

SELSKABETS FORVENTNINGER

Fremgang i alle de fortsættende aktiviteter. En omsætning på ca. DKK 660 mio. og EBITDA på ca. DKK 50 mio. (Bibeholdt i 1. kvartal 2017)

Overview over Bordings forretningsområder

Bordings virksomhed er opdelt i tre overordnede forretningsområder. Disse områder er:

- Marketing Output Management
- Rådgivning & Customer Experience
- IT-Systemer

Marketing Output Management

Marketing Output Management omfatter Bordings produkter og services inden for planlægning, produktion og distribution af alle former for marketingmaterialer på tværs af medier og kanaler, og omfatter specialprodukter og individualiseret datadrevne cross medialøsninger, specialprodukter samt individualiserede cross media løsninger. En væsentlig del af områdets produkter består af papirbaserede produkter med tryk og print, der er en sektor som generelt er kendetegnet ved overkapacitet og en faldende efterspørgsel, drevet af udviklingen inden for onlinemarkedsføring.

Rådgivning og Customer Experience

Rådgivning og customer experience er Bordings nyeste forretningsområde og er baseret på opkøb i 2013 og 2014, mens de seneste investeringer er foretaget pr. 1. januar og 1. marts i år. Området omfatter rådgivning og systemer til at automatisere virksomhedernes interaktion (dialog) med deres enkelte kunder online. Den datadrevne og automatisk tilpassede kundeoplevelse, som onlinemedierne kan eksekvere, medfører, at vandringer fra offline til onlinemedier ventes at fortsætte, og at hele online marketingområdet vil få en større plads i virksomhedernes marketingbudget.

IT-systemer (Bording Data)

Bording Data udvikler og leverer forskellige systemløsninger til især detailhandlen og virksomheder med et abonnementsbaseret forretningskoncept. Til detailhandlen leveres Point of Sales (POS) kasseterminalsystemer og omnichannel systemer, så virksomhederne kan anvende det samme system til kassesalg i butikkerne, mobile kasser og online handel. Til bl.a. dagblade leveres omnichannel abonnementsystemer, der integrerer fysisk, online og digitalt salg i ét system.

NØGLETAL

	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kursrelaterede						
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	13,3	11,6	16,5	11,4	10,6	11,2
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,2	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/Omsætning	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,5	8,0	8,7	7,5	6,9	6,8
EV/EBIT	14,3	12,5	15,0	11,4	10,8	11,3
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	8,9	8,6	6,8	8,7	8,9	8,1
ROE (%)	16,4	14,9	9,3	12,3	12,2	10,7
ROIC (%)	8,6	8,5	6,2	8,0	8,2	7,5
Udbytteafkast (%)	1,3	2,8	3,1	3,1	3,3	3,5
Udbytteandel (%)	17,2	32,8	50,5	35,1	35,4	39,0
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	38	44	44	47	48	50
Gearing (%)	76	53	52	48	44	40
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	69,9	73,3	47,5	68,3	73,5	69,3
Udbytte pr. aktie	12,0	24,0	24,0	24,0	26,0	27,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	485	435	410	409	410	409
Markedsværdi	313	287	265	263	263	263
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	927	850	785	778	778	778

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Nettoomsætning	621	611	628	636	659	669
EBITDA	51	54	47	54	60	60
EBITDA-margin (%)	8,2	8,9	7,5	8,6	9,0	9,0
EBIT	34	35	27	36	38	36
EBIT-margin/overskudsgrad (%)	5,5	5,7	4,4	5,6	5,8	5,4
Netto finansposter	-3	-3	-5	-4	-4	-4
Resultat før skat	31	32	22	31	34	32
Resultat efter skat	24	25	16	23	25	23
Resultatgrad (%)	3,8	4,1	2,6	3,6	3,8	3,5
Balance DKK mio.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Immaterielle aktiver	148	143	159	178	199	216
Materielle aktiver	101	89	83	78	73	68
Finansielle aktiver	20	22	19	19	19	19
Varebeholdninger	34	39	33	35	36	37
Tilgodehavende	134	124	130	127	132	134
Likvid beholdning	11	13	17	18	18	21
Aktiver i alt	448	430	442	456	477	495
Egenkapital	144	167	172	187	204	218
Minoriteter	24	24	24	25	27	28
Hensættelser	18	17	18	18	18	18
Langfristet gæld	46	39	35	35	35	35
Kortfristet rentebærende gæld	92	75	84	84	84	84
Leverandørgæld	45	43	38	39	40	41
Anden gæld	80	65	70	68	70	71
Passiver i alt	448	430	442	456	477	495

ANALYSEANSVARLIG

Jesper Ilsøe, Kapital Partner

DISCLAIMER

Forholdsregler mod interessekonflikter:

Kapital Partner følger regler og anbefalinger fra Den Danske Børsmæglerforening og Finansforeningen til imødegåelse af interessekonflikter m.v. Det er således ikke tilladt analytikere i Kapital Partner at investere i selskaber, som Kapital Partner følger.

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 Kapital Partner 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 Kapital Partner, der indebærer, at Kapital Partner modtager et honorar fra selskabet for at udføre analyse af det, herunder af investeringscasen. Selskabet har ingen indflydelse på de konklusioner og anbefalinger, som Kapital Partner udtrykker i sin analyse af selskabet og dets investeringscase.

Kursforventninger:

Kapital Partner angiver ikke nogen anbefaling omkring køb eller salg af enkelte værdipapirer, herunder det, som denne analyse omhandler. Vores forventninger til kursdannelsen er alene et udtryk for vores overbevisning omkring kursudviklingen under hensyntagen til de opgivne forudsætninger, som derfor skal læses i sammenhæng.

Forud for denne analyse var vores kursforventning: 6 måneder: DKK 800, 12 måneder: DKK 850.