

Digitaliseringen af Bording fortsætter

Bordings har købt 60% af det norske selskab, Cognito, hvormed Bording igen viser, at vejen frem er digital/rådgivningsbaseret. Dertil har Bording endelig formået at få en norsk akkvisition i hus, hvormed den norske forretning dels får en højere volumen, dels et større og mere digitalt/rådgivningsmæssigt produktudbud. Vi forventer, at resultateffekten på sigt vil bidrage til en højere aktiekurs, hvorfor vi hæver den langsigtede anbefaling fra Neutral til køb.

- Værdiskabende opkøb** Cognito bidrager med en helårsomsætning i niveauet DKK 30 million og en samlet resultateffekt, inklusiv synergier, for Bording koncernen på ca. DKK 4 mio. Prisen herfor er ca. DKK 10 mio. svarende til en P/E (prisen for én resultatkrone) på 2,5. Da Bordings markedsværdi svarer til en P/E på ca. 10, er der tale om en værdiskabende investering, som vi derfor forventer, vil få en positiv effekt på aktiekursen.
- Køb på langt sigt** En resultateffekt fra Cognito i niveauet DKK 4 mio. vil medføre en vækst i niveauet 10% i forhold til vores forventning til indtjeningen i 2014. Da Bordings aktiekurs fortsat forventes at reflektere opnåede indtjeningsresultater frem for forventede resultater, forventer vi ikke, at aktiekursen vil øges før 2014. Vi fastholder derfor forventningen om en aktiekurs i niveauet DKK 700 på kort sigt, men hæver kursforventningen fra DKK 700 til DKK 750 på langt sigt.
- Digitaliseringen fortsætter** Bording køber 60% af Cognito og fortsætter dermed opkøbsstrategien om at erhverve majoritet og kontrol, samtidig med at de oprindelige ejere fortsætter. Samtidig fortsættes strategien om at øge den digitale produktpalette. Cognito leverer konsulentbistand og produkter inden for CRM (client resource management) og kundediialog – og hjælper således virksomheder med direkte og individualiseret kommunikation til deres kunder. Hermed øger Bording væsentlige de digitale kompetencer i Norge.
- Stordriftsfordele** Med opkøbet opnår Bording en omsætning i Norge i niveauet DKK 70 mio. Da Cognito sammenlægges med de eksisterende aktiviteter i Norge, opnår Bording endelig en tilstrækkelig stor tilstedeværelse i Norge til at opnå en positiv, økonomisk drift. Indtjeningssevnen skal dog forbedres yderligere, hvilket vi forventer, vil ske organisk og ikke fra yderligere opkøb i Norge. Med Cognitos nye muligheder for at tilbyde sine kunder Bordings produkter, herunder f.eks. Direct Mail, er der flere synergimuligheder, og dermed begrundet tro på øget omsætning og indtjening i Norge.
- Fokus på Sverige** Vi forventer fortsat, at Bording vil vokse yderligere fra opkøb i særligt Sverige, som vi anser for at være det mest interessante marked for Bording – og det marked, hvor Bording bedst til kunne øge indtjeningssevnen mod målet om en indtjeningsmargin (EBIT margin) i niveauet 10%. For 2013 estimerer vi EBIT-margin på kun 6,2%, så Bording har fortsat en del vej op til målsætningen.
- Stærk formkurve** Bording ventes at vise stor resultatvækst i år. Med fortsat integration og effektivisering af koncernen samt nye værdiskabende opkøb, har vi endnu større tiltro til, at indtjeningssevnen forbedres og resultaterne øges. Denne vækst forventer vi vil medføre en højere prisfastsættelse af Bording, der målt på P/E er relativ lav. Såfremt Bording opnår den spåede vækst, forventer vi derfor en positiv kursudvikling.

Anledning: Selskabsmeddelelse

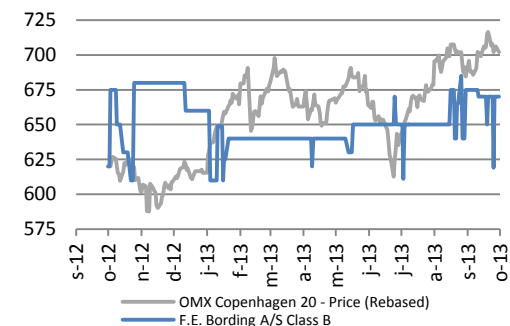
ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	700
Kursforventning 12-18 md. DKK	750
Aktiekurs, DKK	670

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSUDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	685	685	685
Lav	611	611	610
FE Bord.	3%	5%	8%
OMXC20	9%	6%	13%

Markedsværdi (DKK mio.)	220
Antal aktier	343.527

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

Næste regnskab: 3. kv. 2013 25. nov. 2013

Selskabets forventninger til 2013

Bording forventer en stigende omsætning (DKK 520-530 mio.) og et nettoresultat efter skat på DKK 15-20 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

F.E. Bording

2. oktober 2013

NØGLETAL

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kursrelaterede						
P/S	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	-26.4	14.0	18.5	10.5	8.0	6.9
K/I (markedsværdi/egenkapital)	1.8	1.4	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/Omsætning	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	19.3	8.1	9.6	6.9	5.4	4.7
EV/EBIT	-76.5	13.8	17.9	10.9	8.3	6.9
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	-1.6	7.3	6.0	9.5	11.4	12.6
ROE (%)	-6.8	10.4	10.6	16.4	18.4	18.2
ROIC (%)	-1.3	6.8	6.5	9.8	11.6	12.4
Udbytteafkast (%)	0.0	2.7	1.8	2.4	3.3	3.7
Udbytteandel (%)	0.0	38.1	33.6	25.1	26.2	25.9
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	32	32	34	37	40	44
Gearing (%)	112	114	98	89	69	52
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	-18.2	31.5	35.7	63.6	84.0	96.6
Udbytte pr. aktie	0.0	12.0	12.0	16.0	22.0	25.0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	296	295	358	369	360	348
Markedsværdi	162	149	223	226	226	226
Antal aktier (mio.)	0.338	0.338	0.338	0.338	0.338	0.338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	480	440	660	670	670	670

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.						
	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Nettoomsætning	399	451	496	540	586	606
EBITDA	15	36	37	54	66	75
<i>EBITDA-margin (%)</i>	<i>3.8</i>	<i>8.1</i>	<i>7.5</i>	<i>9.9</i>	<i>11.3</i>	<i>12.3</i>
EBIT	-4	21	20	34	44	51
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	<i>-1.0</i>	<i>4.7</i>	<i>4.0</i>	<i>6.2</i>	<i>7.4</i>	<i>8.4</i>
Netto finansposter	-2	-5	-4	-5	-5	-5
Resultat før skat	-6	17	16	29	39	46
Resultat efter skat	-6	11	12	22	28	33
<i>Resultatgrad (%)</i>	<i>-1.5</i>	<i>2.3</i>	<i>2.4</i>	<i>3.9</i>	<i>4.8</i>	<i>5.3</i>
Balance DKK mio.						
	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Immaterielle aktiver	46	76	87	106	116	125
Materielle aktiver	77	102	100	100	100	102
Finansielle aktiver	25	12	9	9	8	8
Varebeholdninger	25	26	32	32	34	36
Tilgodehavende	111	124	122	134	145	150
Likvid beholdning	8	6	10	1	9	20
Aktiver i alt	291	346	360	382	412	440
Egenkapital	91	103	114	131	154	180
Minoriteter	3	8	7	9	11	13
Hensættelser	5	12	13	13	13	13
Langfristet gæld	35	41	35	32	29	26
Kortfristet rentebærende gæld	77	91	94	94	94	94
Leverandørgæld	71	80	84	89	97	100
Anden gæld	8	12	12	13	14	14
Passiver i alt	291	346	360	382	412	440

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 konjunkturedgang 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

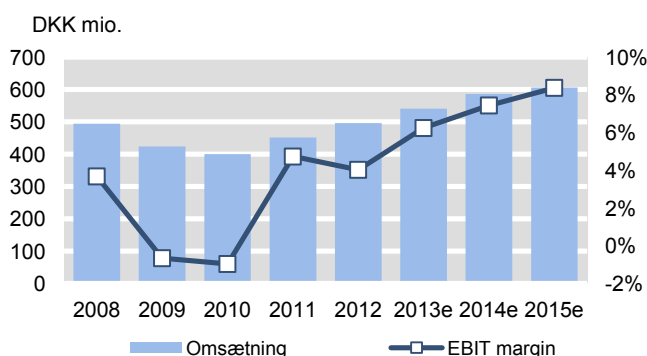
Såvel den kortsigtede som den langsigtede prisfastsættelse af aktien er baseret på en DCF-værdi i niveauet DKK 700-720, der er baseret på et fremtidigt EBIT-niveau på ca. 8%. Dertil indregning af DKK 50-65 pr. aktie i skjulte ejendomsverdier.

Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	700
12-måneders kursværdi pr. aktie, DKK	750

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

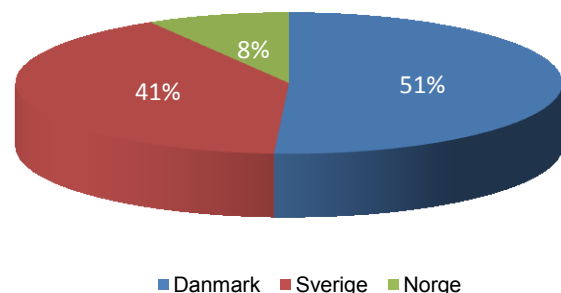
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede 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



Kilde: Praetorian Research

Omsætningsfordeling (2012)



■ Danmark ■ Sverige ■ Norge

Kilde: F.E. Bording

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.