

# F.E. Bording

3. december 2013

## Tæt på målet

Med en EBIT-margin på 8% for 3. kvartal, har Bording taget et stort skridt mod det gamle mål om en EBIT-margin på 10%. Vi ser derfor fortsat positivt på Bordings fremtidige indtjening, der dels bygger på øget indtjeningsevne i de eksisterende virksomheder og flere værdiskabende opkøb. Med manglende organisk vækst som den største udfordring, fastholder vi estimer og kursforventninger, men erkender muligheden for markant kursstigning.

- Mod målsætningen** Med et primært resultat (EBIT) på DKK 9,5 mio. opnåede Bording mere end en fordobling af indtjeningen i forhold til 3. kvartal 2012 (DKK 3,8 mio.) og en indtjening i kvartalet der var større end indtjeningen i de første tre kvartaler af 2012 tilsammen (DKK 8,3 mio.). Den store forbedring af indtjeningsevnen til en EBIT-margin på 8%, giver dertil forøget tro på, at Bording kan nå en EBIT-margin i niveauet 10%, som var målsætningen helt tilbage fra da Bording igangsatte sin transformation fra trykkeri til det nuværende Bording.
- Udsigt til markant kursstigning?** Skulle Bording kunne fortsætte de positive takter og opnå en EBIT-margin i niveauet 10% de kommende år, er der en markant kursstigning på ca. 50% i vente. Trods det meget gode 3. kvartal og en nettoindtjening de første 9 måneder på DKK 12 mio. (DKK 5 mio.), fastholder Bording forventningen om et nettoresultat på DKK 15-20 mio. (DKK 12 mio.), hvilket svarer til en EBIT-margin for 2013 på ca. 6%.
- Store udfordringer** Bordings indtjeningsmålsætning har dog en stor udfordring; nul-vækst. Af omsætningsvæksten for de første 3 kvartaler på DKK 26 til DKK 383 mio. var kun DKK 5 mio. organisk vækst, svarende til 1,5%. Øget indtjeningsevne skal derfor – fortsat – komme fra effektiviseringer og værdiskabende opkøb. Forbedringen i indtjeningsevnen er et bevis på, at Bording har succes med disse tiltag, men hvis ikke den organiske vækst indtræder, vil det blive sværere og sværere for Bording at kompensere herfor via effektiviseringer og opkøb. Vi fastholder derfor p.t. vores estimer for 2013-2015, der ikke indeholder en EBIT-margin i niveauet 10%.
- Vilje og evne til opkøb** Med de hidtidige opkøb har Bording vist, at man kan foretage værdiskabende akquisitioner. Opkøb kræver dog kapital, hvorfor det er endnu et positivt træk ved kvartalsresultatet, at Bording genererer et stærkt cash flow (pengestrøm). I de første 9 måneder opnåedes et cash flow fra driften på DKK 26 mio. (DKK 15 mio.) og således mere end de samlede bruttoinvesteringer på DKK 24 mio. Vi forventer yderligere opkøb af virksomheder med komplementære kompetencer inden for særligt digital og kundespecifik kommunikation med vægt på svenske selskaber.
- Bording IT også på vej?** En forbedring af indtjeningsevnen kan også komme fra Bording IT, der ikke de sidste ti år har opnået en EBIT-margin på 10% og de seneste par år har haft små overskud. 3. kvartal var et historisk godt 3. kvartal med en omsætning på DKK 16 mio. og et resultat før skat på DKK 2 mio., og med bl.a. store ordre fra Dagrofa og Neye, fl. synes selskabet på vej mod et højere omsætnings- og indtjeningsniveau, der mærkbart kan bidrage til koncernens indtjening.
- Det kan gå stærkt** Bording gør hvad man siger, så der er et fundament for, at resultaterne vil forbedres og at aktiekursen vil kvittere positivt. Med uændret resultatforventning for 2013, fastholder vi kursforventning og anbefalinger, men ser også mulighed for et – endda - hurtigt niveauskifte i aktiekursen.

**Anledning:** 3. kvartal rapport

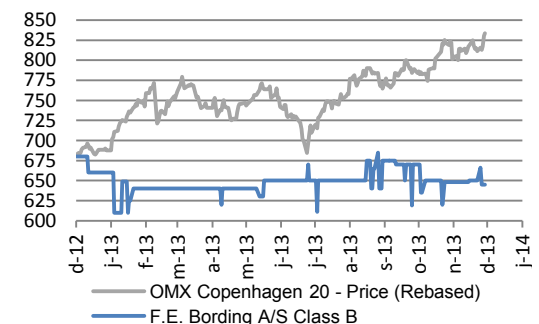
## ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	700
Kursforventning 12-18 md. DKK	750
Aktiekurs, DKK	643

## BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

## KURSDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	675	685	685
Lav	619	611	610
FE Bord.	-4%	-1%	-5%
OMXC20	7%	13%	23%

Markedsværdi (DKK mio.)	217
Antal aktier	343.527

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

Næste regnskab: Helår 2013      marts 2014

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

## F.E. Bording

3. december 2013

## NØGLETAL

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kursrelaterede</b>						
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	10,1	7,6	6,7
K/I (markedsværdi/egenkapital)	1,8	1,4	2,0	1,7	1,4	1,2
EV/Omsætning	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	19,3	8,1	9,6	6,7	5,3	4,5
EV/EBIT	-76,5	13,8	17,9	10,7	8,1	6,7
<b>Afkastrelaterede</b>						
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	2,5	3,4	3,9
Udbytteandel (%)	0,0	38,1	33,6	25,1	26,2	25,9
<b>Balancerelaterede</b>						
Egenkapitalandel (%)	32	32	34	37	40	44
Gearing (%)	112	114	98	89	69	52
<b>Aktierelaterede</b>						
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	360	351	339
Markedsværdi	162	149	223	217	217	217
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	480	440	660	643	643	643

## REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

<b>Resultat DKK mio.</b>						
	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Nettoomsætning</b>	<b>399</b>	<b>451</b>	<b>496</b>	<b>540</b>	<b>586</b>	<b>606</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>75</b>
<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>
<b>EBIT</b>	<b>-4</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>44</b>	<b>51</b>
<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
<b>Resultat før skat</b>	<b>-6</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>46</b>
<b>Resultat efter skat</b>	<b>-6</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>33</b>
<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>
<b>Balance DKK mio.</b>						
	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
<b>Aktiver i alt</b>	<b>291</b>	<b>346</b>	<b>360</b>	<b>382</b>	<b>412</b>	<b>440</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>114</b>	<b>131</b>	<b>154</b>	<b>180</b>
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
<b>Passiver i alt</b>	<b>291</b>	<b>346</b>	<b>360</b>	<b>382</b>	<b>412</b>	<b>440</b>

## 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 Web<sup>2</sup>Publishing.

### MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

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

## PRISFASTSÆTTELSE

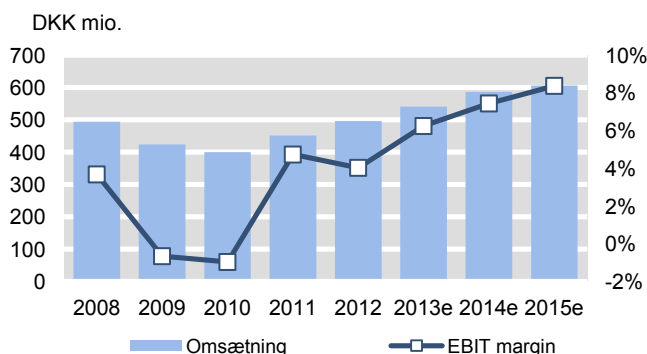
Såvel den kortsigtede som den langsigtede prisfastsættelse af aktien er baseret på en DCF-værdi i niveauet DKK 700-720, der er baseret på et fremtidigt EBIT-niveau på ca. 8%. Dertil indregning af DKK 50-65 pr. aktie i skjulte ejendomsverdier.

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

## VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

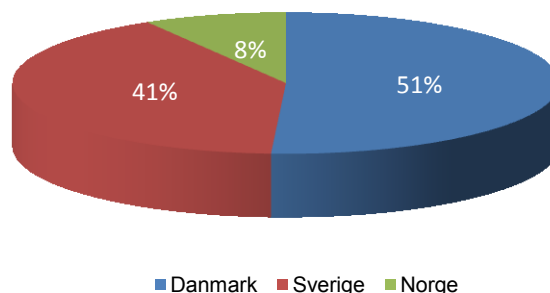
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede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



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.