

Styrket i svagt marked

Efter 1. kvartal fastholder Bording som ventet resultatforventningerne til hele året og cementerer dermed den gode indtjeningsmæssige formkurve. Vi fastholder derfor vores positive forventninger til kursudviklingen, der på 12-måneders sigt har outperformat C20 indekset med 35%.

- **Fornuftigt kvartal 2012** forventer vi bliver et år, der ligner 2011 med omsætningsvækst stort set udelukkende fra opkøb samt en forbedring af indtjeningsevnen, dels fra opkøbene, dels fra yderligere effektiviseringer af de eksisterende aktiviteter. Med en forbedret driftsindtjening følger forbedrede resultater og dermed bør aktiekursen også stige, da aktiemarkedet hidtil har ventet med at reagere positivt, indtil selskabet har vist, at det når de udmeldte resultater. For såvel selskabet som for aktionærerne venter vi derfor et fornuftigt år i år.
- **Markedet dikterer...** Med generelt svage markeder for standardiserede produkter, søger Bordings konkurrenter/peer group også over mod specialiserede produkter og løsninger samt services med højere indtjeningsmarginale. Vi forventer, at Bording vil fortsætte denne strategi og i lighed med f.eks. St. Ives opkøber mere service/konsulentprægede selskaber og derved øger indtjeningsevnen.
- **Fokus ikke blot på omkostningerne** Uden udsigt til organisk vækst er det nødvendigt for Bording at have fokus på omkostningerne for derved at øge lønsomheden – i lighed med konkurrenter og peers. Vi ser dertil store muligheder fra en større integration af Bordings mange selskaber, hvorved krydsalget kan øges.
- **Frasalg?** Bordings transformation fra traditionelt trykkeri til kommunikationsvirksomhed har været fundamental og radikal. Bording Data er som it-virksomhed en central del af det "nye" Bording, men Bording Data har aktiviteter, der ikke er relateret til Bordings kommunikationsaktiviteter. Vi ser derfor en mulighed for, at de aktiviteter, der ikke er rettet imod kommunikation, på sigt bliver frasolgt – evt. til aktører, der er mere fokuseret imod de segmenter. Provenu fra salg vil Bording kunne anvende til finansiering af yderligere opkøb.
- **Skridt for skridt** Bordings opfyldelse af sin målsætning om en EBIT (drifts) margin på 10% rykker nærmere skridt for skridt. Vi forventer, at værdigenererende opkøb vil være et væsentligt element heri, herunder opkøb af virksomheder inden for områder, hvor indtjeningen er relativ høj.
- **Køb** Baseret alene på forbedret indtjening i de eksisterende aktiviteter og marginal omsætningsvækst anser vi værdien af Bording for værende mere end DKK 700 pr. aktie. Dertil kommer værdien af nye opkøb og mere end DKK 200 pr. aktie fra markedsværdien af ejendomme. Dertil har Bordings aktie vist en meget stærk performance ved ikke blot at have steget næsten 30% på 12-måneders sigt, men også ved at have outperformat C20 indekset og alle selskaberne i peer group. Vi fastholder derfor vores Købsanbefaling og en forventning om en kurs i niveauet DKK 700 på 12 måneders sigt.

Anledning: 1. kvartal 2012

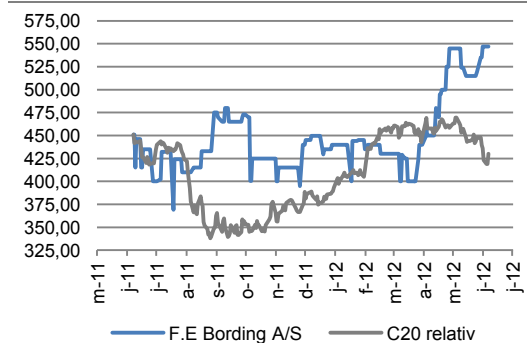
ANBEFALING

Kort sigt	Køb
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	600
Kursforventning 12-18 md. DKK	700
Aktiekurs, DKK	547

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSUDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	547	547	547
Lav	400	400	369
FE Bord.	27%	23%	22%
OMXC20	-8%	12%	-7%

Markedsværdi (DKK mio.)	188
Antal aktier	343.527
Fondskode	DK0010008028
Reuters kode	BORDb.CO
Bloomberg kode	BORDB:DC
NASDAQ/OMX Shortname	BORD B

Næste regnskab: 2. kvartal 29. aug. 2012

Selskabets forventninger til 2011

Bording forventer en omsætning på ca. DKK 475 mio., EBITDA på ca. DKK 45 mio. og et resultat 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

100% resultatfremgang

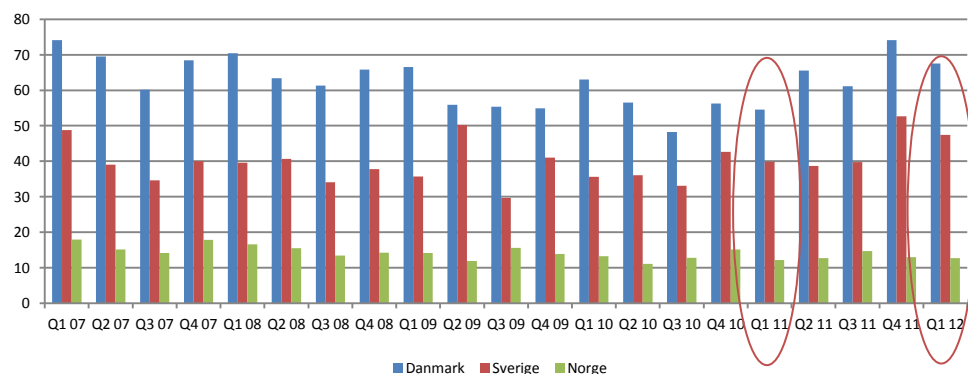
Vækst fra opkøb

Bordings 1. kvartal 2012 viste som forventet en omsætningsfremgang fra opkøb, samt indtjeningsforbedringer fra fortsatte optimeringer og opkøbte virksomheder. Omsætningen steg i kvartalet 15,9% i forhold til året før til DKK 119 mio., mens driftsresultatet steg 100% fra DKK 2,9 mio. til 5,7 mio. Nettoresultat blev dog kun forbedret marginalt fra DKK 2,0 mio. til DKK 2,3 mio. Selskabets forventninger til hele året er fortsat en omsætning i niveauet DKK 475 mio. og et nettoresultat på DKK 15-20 mio. og således en væsentlig fremgang i forhold til DKK 11 mio. i overskud i 2011.

Fremgang i Sverige og Danmark

Opkøbene er sket i Danmark og Sverige og det er derfor i disse lande, at omsætningen år/år er steget, mens omsætningen i Norge fortsat er (for) lav.

Kvartalsomsætning 2007-2012 opdelt på lande



Opkøb og frasalg

Vi forventer, at opkøbene vil fortsætte i indeværende år, da strategien er fortsat konsolidering af markedet. Dertil ser vi mulighed for, at aktiviteter i Bording Data, der ikke er relateret til kommunikation, eventuelt på sigt vil kunne frasælges.

Generelt svage markeder...

Bording og markedet

Bordings strategi er i høj grad et produkt af markedsudviklingen, og dette forventer vi også vil være tilfældet fremover. Bording har de seneste år haft en målsætning om at blive en kommunikationsvirksomhed via en strategi omkring frasalg af standardproduktion og tilkøb af specifikke virksomheder, der kunne give Bording en bred vifte af kompetencer og produkter. Denne målsætning og strategi ses også hos selskaber i peer group, som f.eks. danske InterMail, svenske Bong og engelske St. Ives.

... fortsætter et stykke tid endnu

De seneste rapporter fra peer group kan summeres til: svage markeder for standardprodukter, faldende omsætning og omkostningsreduktioner samt fremgang for internetbaseret salg. Baseret på selskabernes forventninger til fremtiden, vil markedsudviklingen formentlig ikke ændres fundamentalt inden for den næste 12-måneders periode.

Omsætningsnedgang, men forbedret drift og overskud inden for kommunikation med EBIT-margin på 4,8%

InterMail, der henter ca. 40% af sin omsætning fra kommunikationsløsninger og 60% fra konvolutter, havde i sit sidste kvartal en samlet omsætningsnedgang på 4% med en fremgang på 7% for SkanPack emballageprodukterne og et fald på 6% for konvolutter. Med fokus på omkostningsreduktioner lykkedes det InterMail at opnå en forbedring af driftsresultatet (EBIT) fra DKK 3,0 mio. til 3,8 mio. Fortsat restrukturering af produktionen medførte dog, at InterMail i 2. kvartal havde et underskud før skat på 1,5 mio. Kommunikationsdivisionen havde dog overskud og en EBIT-margin på 4,8%.

Omsætningsnedgang, men forbedret drift

Også **Bong**, som henter ca. 1/6 af omsætningen fra emballage og resten fra kuverter, havde i sit seneste kvartal omsætningstilbagegang. Faldet var på 4% trods en mindre fremgang inden for ProPac-emballage. Trods den lavere omsætning lykkedes det også for Bong at opnå en forbedret indtjening på 8% til SEK 13,4 mio. via fokus på omkostningsreduktioner.

Omsætningsnedgang og engangsomkostninger, men 10% EBIT-margin for marketingservices

I lighed med InterMail og Bong havde engelske **St. Ives** også en nedgang i sine print-aktiviteter i sit seneste halvår – dog kun samlet på 1%, mens driftsresultatet for print-aktiviteterne faldt knapt 20% til GBP 8,8 mio. svarende til en EBIT-margin på 6,1% fra fortsættende aktiviteter. Da selskabet fortsat er i gang med sin restrukturering og derfor har omkostninger hertil, var koncernens driftsresultat stort set lig med den indtjening St. Ives have købt sig til via selskaber inden for marketing services. Disse aktiviteter, som selskabet vil ekspandere yderligere, havde en EBIT-margin på 10%.

Omsætningsfremgang men lavere indtjening – EBIT-margin ned til 3% fra 13%

Det sidste selskab af peer group selskaberne, hollandske **Vistaprint**, har en væsentlig anderledes forretningskoncept end de øvrige, ved alene at sælge via internettet og primært til private og mindre virksomheder, samt ved alene at vokse organisk. I selskabets seneste kvartal opnåedes en omsætningsfremgang på 26% til USD 258 mio. Driftsindtjeningen faldt dog væsentligt til USD 8 mio. svarende til en EBIT-margin på 3.0% mod 12,6% for samme kvartal sidste år.

Med udgangspunkt i udviklingen for selskaberne i peer gruppen, ser vi derfor følgende udvikling i markedet og mulige strategiske tiltag fra Bordings side:

Fortsat fremgang for Bording med samme strategi – mod højere indtjening

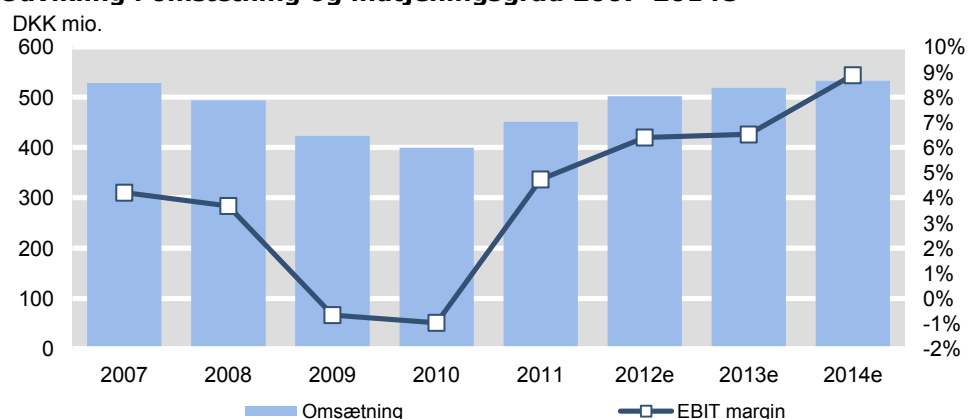
- Fortsat nedgang i markedet for standardproduktion
 - Bording har udfaset denne del af produktionen
- Fremgang inden for emballage til internethandel
 - Vi forventer ikke, at Bording går ind på dette relativt generiske marked, men dog evt. vil styrke sit fokus på logistiketiketter til internethandel
 - Produktemballage er Bording gået ind i via opkøbet af svenske Halmstad Tryckeri. Mulighed for ekspansion til kunder i Danmark og Norge
- Generelt svage markeder inden for print til større virksomheder
 - Bording fokuserer på at opnå yderligere omkostningsbesparelser og øget indtjening fra akquisitioner i Norge og Sverige
 - Yderligere fokus på akquisitioner inden for kreative, digitale services
 - Oprykning i værdikæden/tilknytning til kunderne gennem satsning på marketingservices (reklame-, marketing- og mediebyureauer o.l.), hvor kunderne bistås på et højere strategisk plan og tocifrede EBIT-marginer
 - Øget fokus på internbaserede services til virksomheder, men ikke e-shop i lighed med Vistaprint

Bording og indtjeningen

Vi forventer, at Bording fortsætter med at hæve indtjeningsevnen mod målet: en EBIT-margin på 10%. Dette er særdeles svært i markeder med svag til ingen vækst, som er de markeder, Bording generelt opererer i. Med restruktureringen på plads, forventer vi, at indtjeningsfremgangen skal komme fra yderligere effektiviseringer, frasalg og værdigenererende opkøb.

Målet på 10% i sigte...

Udvikling i omsætning og indtjeningsgrad 2007-2014e



F.E. Bording

7. juni 2012

... kræver yderligere integration

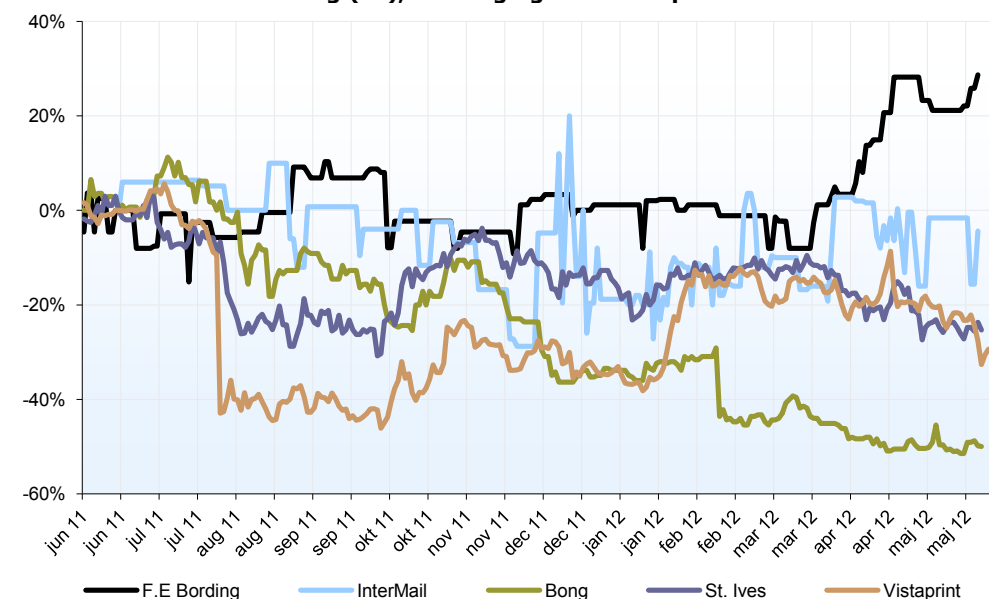
Med en strategi bestående af opkøb opstår en væsentlig opgave i at integrere de enkelte selskaber i en sådan grad, at der opnås kompetencespredning og synergier fra krydssalg. Det er vores opfattelse, at Bording ikke p.t. opnår alle de mulige indtjeningsmuligheder, da gruppens selskaber i høj grad fungerer autonomt. Vi har i vores estimater indregnet nogen effekt fra krydssalg, selvom Bording ikke endnu har en strategi omkring større integration af gruppen af selskaber.

God relativ kursudvikling

Aktieperformance

I forhold til såvel C20 indekset som peer group har Bording været en god investering de sidste 12 måneder. Det er vores opfattelse, at dette skyldes, at aktiemarkedet har fået den fornødne tiltro til, at Bording resultatmæssigt gør og fremadrettet vil gøre, hvad man har meddelt markedet. Vi forventer, at udmeldingerne fra Bording fremadrettet vil være positive, og at der dermed vil være en yderligere positiv afsmitning til aktiekursen.

12 måneders kursudvikling (%), Bording og Peer Group



Kilde: Capital IQ

Vi fastholder derfor vores langsigtede forventning om en kurs i niveauet DKK 700 og hæver vores kortsigtede kursforventning fra DKK 500 til DKK 600.

F.E. Bording

7. juni 2012

NØGLETAL

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kursrelaterede						
P/S	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	-30,4	-26,4	14,2	10,2	9,0	5,6
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,2
EV/Omsætning	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	32,7	19,3	8,2	7,2	6,5	4,6
EV/EBIT	-120,4	-76,5	13,9	10,1	9,2	6,0
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	-1,1	-1,6	7,3	9,7	10,0	13,8
ROE (%)	-6,7	-6,8	10,4	15,7	15,7	20,8
ROIC (%)	-0,8	-1,3	6,8	9,2	9,5	13,3
Udbytteafkast (%)	2,1	0,0	2,7	2,6	2,9	4,6
Udbytteandel (%)	-63,5	0,0	38,4	26,1	26,2	25,5
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	33	32	32	35	38	43
Gearing (%)	106	112	114	91	68	39
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	-18,9	-18,2	31,2	53,7	61,2	97,9
Udbytte pr. aktie	12,0	0,0	12,0	14,0	16,0	25,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	337	296	297	326	312	286
Markedsværdi	194	162	151	188	188	188
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,344	0,344	0,344	0,344
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	575	480	440	547	547	547

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.						
	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Nettoomsætning	423	399	451	502	518	533
EBITDA	10	15	36	45	48	62
<i>EBITDA-margin (%)</i>	2,4	3,8	8,1	9,0	9,2	11,7
EBIT	-3	-4	21	32	34	47
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	-0,7	-1,0	4,7	6,4	6,5	8,9
Netto finansposter	-5	-2	-5	-5	-3	1
Resultat før skat	-7	-6	17	28	31	48
Resultat efter skat	-6	-6	11	18	21	34
<i>Resultatgrad (%)</i>	-1,5	-1,5	2,3	3,6	4,0	6,2
Balance DKK mio.						
	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Immaterielle aktiver	24	46	76	75	75	75
Materielle aktiver	81	77	102	102	102	102
Finansielle aktiver	40	25	12	12	12	13
Varebeholdninger	24	25	26	28	29	30
Tilgodehavende	110	111	124	131	135	138
Likvid beholdning	8	8	6	14	27	53
Aktiver i alt	287	291	346	362	381	411
Egenkapital	95	91	103	117	133	161
Minoriteter	1	3	8	10	12	15
Hensættelser	8	5	12	12	12	12
Langfristet gæld	38	35	41	38	35	32
Kortfristet rentebærende gæld	71	77	91	91	91	91
Leverandørgæld	62	71	80	84	87	89
Anden gæld	13	8	12	11	11	11
Passiver i alt	287	291	346	363	381	411

INVESTERINGSCASE

Investeringscasen i Bording er primært baseret på:

- at omstillingen fra tabsgivende trykkeri til et salgs- og rådgivningsselskab inden for grafisk kommunikation inden for 3-4 år vil kunne medføre et løft i EBIT-marginen til niveauet op til 10%
- at selskabet kan fortsætte med at vokse lønsomt via akquisitioner i Skandinavien/Norden

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

- kommunikationsstyringssystemet BordingNet (Web²Publishing) bliver en international (software) succes. Produktet var været forsinket af flere gange og er endnu ikke helt færdigudviklet.
- Bording opkøbes.

MULIGHEDER OG RISICI PÅ KORT SIGT

- Væsentlig forbedring af indtjeningsevnen ved tilendebragt omstilling af virksomheden
- Risiko for marginpres fra konkurrenter og fortsat konjunkturedgang for den grafiske branche
- Gennembrud for salget af doc2mail (e-boks løsning til bl.a. stat og kommuner) og Web²Publishing.

MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Væsentlig øget indtjening fra værdiskabende opkøb
- Succes med salg af kommunikationsstyringssystemet BordingNet (Web²Publishing)
- Opkøb af Bording
- Risiko for store værdidestruerende opkøb

PRISFASTSÆTTELSE

Den langsigtede prisfastsættelse af aktien er baseret på en DCF-værdi i niveauet DKK 700-750, der er baseret på et fremtidigt EBIT-niveau på 9-10%.

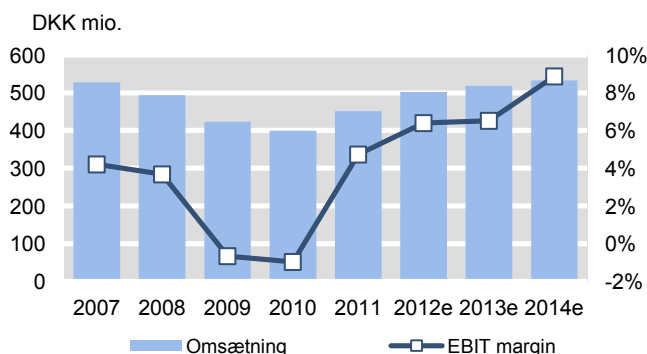
Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	500
12-18 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	700

Den kortsigtede prisfastsættelse er baseret på at Bording når dets egne indtjeningsforventninger og en prisfastsættelse baseret på en PE i niveau 6,5.

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

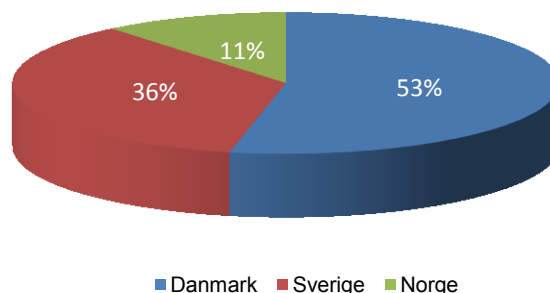
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede 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 (2011)



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.