

## Forsigtige forventninger

Bordings årsrapport var uden overraskelser og med en forventning om et nettoresultat i 2011 på ca. DKK 10 mio., svarende til vores estimat, var der heller ikke der væsentligt nyt, andet end at der ikke uddeles udbytte i år. Resultatforventningen er reelt et status quo i forhold til 2010, da engangsomkostningerne i år vil være lave. Da Bording er i fremgang, er der derfor gode muligheder for, at året vil bringe positivt nyt og på sigt fornyet interesse for aktien.

- Det sidste restruktureringsår** 2010 var det sidste år i Bordings transformation fra trykkerivirksomhed til grafisk servicevirksomhed og således det sidste år med relativt store engangsomkostninger til lukning og outsourcing af aktiviteter (produktion). I 2010 var engangsomkostningerne DKK 20 mio. mod DKK 9 mio. i 2009, og således en væsentlig årsag til Bordings underskud på DKK 8 mio. i 2010. I år bør engangsudgifterne være begrænset til få millioner til outsourcing af standardproduktion i Götene, Sverige.
- Forsigtige forventninger** Bording forventer en omsætning i niveau med 2010 (DKK 400 mio.) og et resultat efter skat på DKK 10 mio. Korrigeret for engangsomkostninger svarer Bordings resultatforventning således også til et ordinært resultat på niveau med 2010. I betragtning af at Bording har vist gode takter det seneste halve år, og da den økonomiske krise er aftagende, anser vi forventningerne for konservative.
- En god idé?** Bordings transformation fra traditionelt trykkeri til grafisk servicevirksomhed og producent af specialartikler har formentlig reddet selskabet, da indtjeningen på standardproducerede varer er blevet yderst presset de seneste fem år, hvor Bording har været i transformation. Nu hvor transformationen er tilendebragt, skal Bording vise, at det er et forretningskoncept, der kan give et interessant afkast. Beviset kommer ikke i 2011, men året bør vise, at selskabet snarligt kan opnå en EBIT-margin i niveauet 10%, der har været Bordings målsætning.
- Stadig indtjening fra (standard)produktion** Outsourcing af (standard)produktion til associerede selskaber (selskaber hvor Bording ikke har kontrol) medfører, at Bording stadig resultatmæssigt påvirkes af produktionsvirksomhed. I 2010 var Bordings resultatandel i de associerede selskaber på DKK 3 mio. hvilket var på niveau med 2009, hvilket dog bl.a. skyldes at overskudsgivende ProGrafica fra 2010 indgik i koncernregnskabet. Vi venter ikke væsentlig øget indtjeningsbidrag fra de associerede selskaber i år.
- Værdi i niveauet DKK 550-700 pr. aktie** Baseret på at Bordings indtjeningsmargin (EBIT-margin) løftes til niveauet 5-10% estimerer vi den fundamentale værdi af Bording til at være i niveauet DKK 550-700 pr. aktie. På nuværende kurs handler aktien til ca. 6,3x indtjeningen i 2011 (PE 6,3), hvilket vi anser for et rimeligt niveau qua de hidtil manglende resultater og forsigtige forventninger til indtjeningen. Øger Bording som estimeret indtjeningsniveauet i 2012, vil en fair værdi ligge mere end 30% over svarende til en aktiekurs i niveauet DKK 650-700.
- Køb på langt sigt** Vi fastholder den langsigtede forventning til en kurs i niveauet DKK 700 og således anbefalingen Køb. På kort sigt ser vi dog ikke tegn på at Bording vil opjustere indtjeningsforventningerne eller at nyhedsstrømmen afgørende vil ændre markedets interesse for og prisfastsættelse af aktien. Vi sænker derfor vores kortsigtede forventninger til en kurs i niveauet DKK 500 (fra 550) og anbefaler Neutral (Køb).

Anledning: Årsrapport 2011

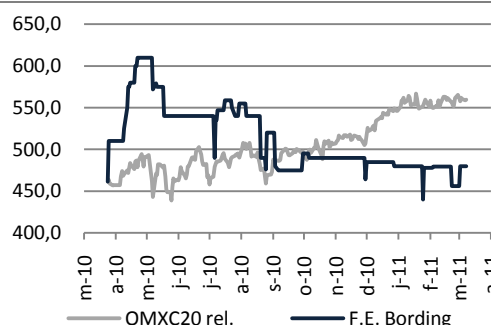
### ANBEFALING

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| Kort sigt                     | Neutral |
| Langt sigt                    | Køb     |
| Kursforventning 0-6 md. DKK   | 500     |
| Kursforventning 12-18 md. DKK | 700     |
| Aktiekurs, DKK                | 480     |

### BØRS

|        |                     |
|--------|---------------------|
| Liste  | Nasdaq/OMX, Danmark |
| Sektor | Industri            |

### KURSDVIKLING 12 måneder



| DKK      | 3 md. | 6 md. | 12 md. |
|----------|-------|-------|--------|
| Høj      | 485   | 495   | 610    |
| Lav      | 440   | 440   | 440    |
| FE Bord. | -1%   | 1%    | 4%     |
| OMXC20   | 0%    | 10%   | 19%    |

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Markedsværdi (DKK mio.) | 162     |
| Antal aktier            | 337.960 |

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

Næste regnskab: 1. kvrt. 2011 30. maj 2011

### Selskabets forventninger til 2010

Bording forventer en omsætning på ca. DKK 400 mio. og et resultat efter skat omkring DKK 10 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

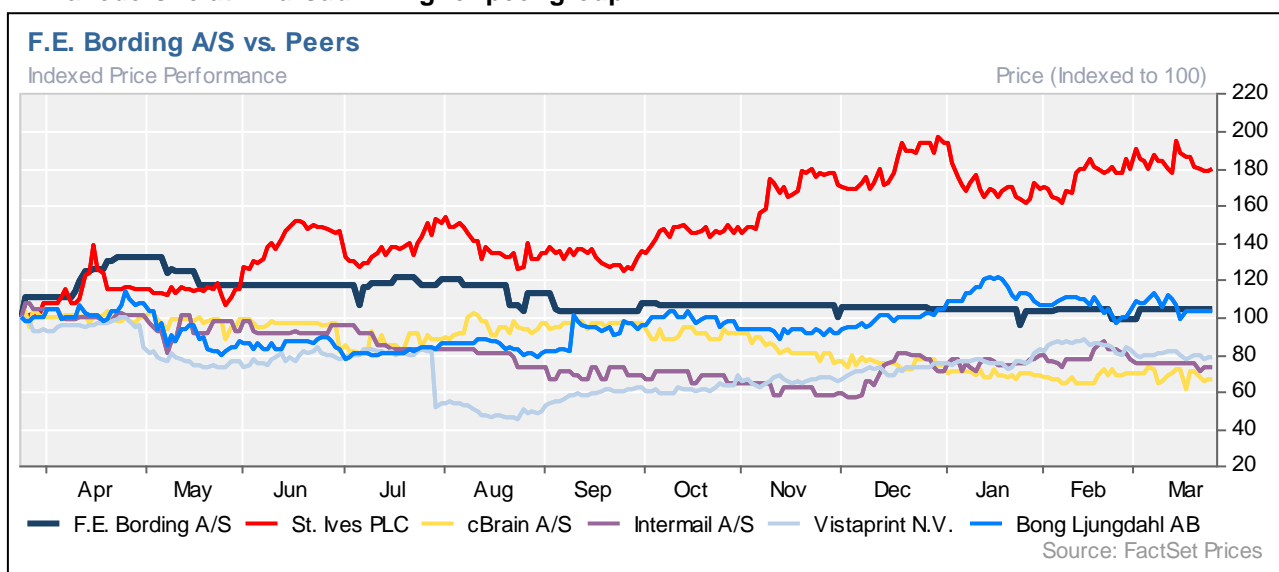
28. marts 2011

### En god idé?

Bordings transformation fra traditionelt trykkeri til et serviceselskab inden for kommunikationsløsninger har endnu at vise sin berettigelse. Selskabet kan fortsat skyldes en del af skylden på de manglende resultater på den fortsatte økonomiske krise, der hersker inden for de grafiske og kommunikative brancher. Således har peer group selskaberne i det forgangne år ej heller vist omsætnings- eller indtjeningsmæssig fremgang med undtagelse af Vistaprint.

Vistaprints fortsatte fremgang med en fuldt webbaseret slagsplatform viser dog, at Bording formentlig er gået i den rigtige retning med fokus på løsninger, ligesom den lave indtjeningssevne hos peer gruppens mere traditionelle produktkategorier også indikerer, at fremtiden ligger inden for andre forretnings-segmenter. Vi fastholder derfor en tro på, at Bording er på vej frem indtjeningsmæssigt, men selskabet skal inden for de næste 12 måneder vise resultater for at vores langsigtede prisfastsættelse kan berettiges, da denne er baseret på, at Bording opnår en EBIT-margin op mod de 10% i løbet af de kommende år.

### 12-måneders relativ kursudvikling for peer group



Bording har ikke været den eneste aktie inden for peer group, der de seneste 12 måneder har vist en relativ skuffende kursudvikling. Eneste aktie, der har gjort det bedre er engelske St. Ives, selvom dette selskabs resultatudvikling ej heller har været specielt positiv.

### Peer Group omsætning og indtjening (seneste årsregnskab)

|                | Markedsværdi<br>(DKK) | Omsætning (DKK) | Oms. vækst (år/år) | EBIT margin (%) | EBIT vækst (år/år) |
|----------------|-----------------------|-----------------|--------------------|-----------------|--------------------|
| F. E. Bording  | 162                   | 399             | -6%                | -1%             | ikke meningsfuldt  |
| InterMail      | 32                    | 540             | -9%                | 1%              | ikke meningsfuldt  |
| cBrain         | 82                    | 27              | -19%               | 11%             | -55%               |
| Bong Ljungdahl | 435                   | 1.885           | 22%                | -4%             | ikke meningsfuldt  |
| St. Ives       | 893                   | 2.771           | -7%                | 2%              | -52%               |
| Vistaprint     | 10.923                | 3.551           | 11%                | 12%             | 22%                |

Kilde: FactSet

**InterMail** er den næststørste nordiske aktør inden for konvolutproduktion og -trykning (Konvolut), samt en af de største udbydere i Norden af fulfilment-services, mailhåndtering og it-baserede loyalitetssystemer (Kommunikation). I det seneste årsregnskab opnåede konvolutdivisionen et ordinært EBIT resultat på DKK 11 mio. af en omsætning på DKK 304 mio., mens kommunikationsdivisionen fik et ordinært EBIT resultat på DKK 0 af en omsætning på DKK 235 mio. InterMail har således ligesom Bording fortsat svært ved at få en fornuftig indtjening fra salg af kommunikationsløsninger.

**cBrain** leverer IT-løsninger, som optimerer processer og arbejdsgange. Selskabet er således ikke en aktør inden for den grafiske branche, men er medtaget i peer group, fordi Bording arbejder i retning af cBrain, blot med fokus på løsninger inden for kommunikation. Selvom selskabet har haft faldende omsætning og indtjening, er selskabet indtjeningssevne væsentlig bedre end de fleste grafiske

virksomheder, og fungerer fortsat som guideline for Bordings indtjeningsmulighed fra IT og kommunikationsløsninger.

**Bong Ljungdahl** er et svensk selskab, der producerer kuverter, tryksager samt forskellige former for indpakning til detailhandlen, herunder f.eks. poser. Selskabet fusionerede ultimo 2010 med franske Hamlins kuvertdivision, således at selskabet vil komme op på en omsætning på ca. SEK 3,5 mia. Den europæiske konsolidering inden for de mere traditionelle produkter fortsætter således, hvilket bestyrker Bordings diversifikation væk fra dette segment og i stedet konsolidere andre produkt/servicesegmenter.

**St. Ives** er et engelsk selskab, der producerer trykte bøger og blade (Media) samt printprodukter, herunder direct mail, indpakning (point of sales) samt displays (Commercial). 41% af omsætningen stammede i sidste regnskabsår fra Media, der opnåede et primært resultat på GBP 13 mio., mens Commercial bidrog med et primært resultat på GBP 2 mio. Selskabet opnåede således den største indtjening og havde den bedste indtjeningsevne (EBIT-margin på 2%) fra de traditionelle trykprodukter, men dog stadig en lav indtjening. Fornuften i Bordings transformation væk fra traditionelle trykaktiviteter synes derfor bekræftet af St. Ives indtjeningsevne.

**Vistaprint** producerer en lang række markedsføringsmaterialer til private og virksomheder, herunder f.eks. visitkort, kuglepenne, kuverter og brochurer, via lokale webshops i 25 lande. Selskabets skalerbare salgsplatform har medført, at det har opnået høj vækst, samtidig med at det holder en høj indtjeningsevne. Vistaprints resultater viser, at Bordings webbaserede produkt Web<sup>2</sup>Publishing, der dog er meget mere fokuseret, kan gå hen og blive værdifuldt for Bording.

## F.E. Bording

28. marts 2011

## NØGLETAL

|   | 2008  | 2009   | 2010  | 2011e | 2012e | 2013e |
|---|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Kursrelaterede</b>                     |       |        |       |       |       |       |
| P/S                                       | 0,5   | 0,4    | 0,4   | 0,4   | 0,4   | 0,3   |
| P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat) | 20,6  | -30,4  | -26,4 | 20,1  | 11,4  | 9,9   |
| K/I (markedsværdi/egenkapital)            | 2,3   | 2,0    | 1,8   | 1,6   | 1,5   | 1,3   |
| EV/Omsætning                              | 0,8   | 0,8    | 0,7   | 0,7   | 0,7   | 0,6   |
| EV/EBITDA                                 | 11,0  | 32,7   | 19,3  | 10,1  | 7,3   | 6,4   |
| EV/EBIT                                   | 21,4  | -120,4 | -76,5 | 19,7  | 12,2  | 10,5  |
| <b>Afkastrelaterede</b>                   |       |        |       |       |       |       |
| Afkastgrad 1 (%)                          | 6,8   | -1,1   | -1,6  | 5,8   | 9,1   | 10,1  |
| ROE (%)                                   | 11,1  | -6,7   | -6,8  | 8,1   | 12,8  | 13,2  |
| ROIC (%)                                  | 5,9   | -0,8   | -1,3  | 4,9   | 7,7   | 8,5   |
| Udbytteafkast (%)                         | 1,7   | 2,1    | 0,0   | 2,5   | 2,5   | 2,7   |
| Udbytteandel (%)                          | 35,6  | -63,5  | 0,0   | 45,5  | 26,9  | 25,4  |
| <b>Balancerelaterede</b>                  |       |        |       |       |       |       |
| Egenkapitalandel (%)                      | 36    | 33     | 32    | 35    | 38    | 40    |
| Gearing (%)                               | 96    | 106    | 112   | 98    | 84    | 68    |
| <b>Aktierelaterede</b>                    |       |        |       |       |       |       |
| Nettoresultat pr. aktie (EPS)             | 33,7  | -18,9  | -18,2 | 26,4  | 44,7  | 51,2  |
| Udbytte pr. aktie                         | 12,0  | 12,0   | 0,0   | 12,0  | 12,0  | 13,0  |
| Enterprise value (EV) (DKK mio.)          | 389   | 337    | 296   | 300   | 301   | 300   |
| Markedsværdi                              | 235   | 194    | 162   | 162   | 162   | 162   |
| Antal aktier (mio.)                       | 0,338 | 0,338  | 0,338 | 0,338 | 0,338 | 0,338 |
| Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)         | 695   | 575    | 480   | 480   | 480   | 480   |

## REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

| <b>Resultat DKK mio.</b>             |            |            |            |            |            |            |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                      | 2008       | 2009       | 2010       | 2011e      | 2012e      | 2013e      |
| <b>Nettoomsætning</b>                | 494        | 423        | 399        | 409        | 438        | 464        |
| <b>EBITDA</b>                        | 35         | 10         | 15         | 30         | 41         | 47         |
| <i>EBITDA-margin (%)</i>             | 7,2        | 2,4        | 3,8        | 7,3        | 9,4        | 10,1       |
| <b>EBIT</b>                          | 18         | -3         | -4         | 15         | 25         | 29         |
| <i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i> | 3,7        | -0,7       | -1,0       | 3,7        | 5,6        | 6,2        |
| Netto finansposter                   | -6         | -5         | -2         | -1         | -1         | 0          |
| <b>Resultat før skat</b>             | 12         | -7         | -6         | 15         | 24         | 28         |
| <b>Resultat efter skat</b>           | 11         | -6         | -6         | 9          | 15         | 17         |
| <i>Resultatgrad (%)</i>              | 2,2        | -1,5       | -1,5       | 2,1        | 3,4        | 3,7        |
| <b>Balance DKK mio.</b>              |            |            |            |            |            |            |
|                                      | 2008       | 2009       | 2010       | 2011e      | 2012e      | 2013e      |
| Immaterielle aktiver                 | 20         | 24         | 46         | 50         | 54         | 58         |
| Materielle aktiver                   | 92         | 81         | 77         | 76         | 74         | 73         |
| Finansielle aktiver                  | 42         | 40         | 25         | 28         | 31         | 34         |
| Varebeholdninger                     | 31         | 24         | 25         | 25         | 27         | 28         |
| Tilgodehavende                       | 114        | 110        | 111        | 113        | 121        | 128        |
| Likvid beholdning                    | 6          | 8          | 8          | 7          | 9          | 15         |
| <b>Aktiver i alt</b>                 | <b>305</b> | <b>287</b> | <b>291</b> | <b>299</b> | <b>316</b> | <b>336</b> |
| <b>Egenkapital</b>                   | <b>102</b> | <b>95</b>  | <b>91</b>  | <b>100</b> | <b>111</b> | <b>124</b> |
| Minoriteter                          | 7          | 1          | 3          | 5          | 8          | 12         |
| Hensættelser                         | 14         | 8          | 5          | 5          | 5          | 5          |
| Langfristet gæld                     | 44         | 38         | 35         | 33         | 31         | 29         |
| Kortfristet rentebærende gæld        | 67         | 71         | 77         | 77         | 77         | 77         |
| Leverandørgæld                       | 60         | 62         | 71         | 68         | 73         | 77         |
| Anden gæld                           | 11         | 13         | 8          | 10         | 10         | 11         |
| <b>Passiver i alt</b>                | <b>305</b> | <b>287</b> | <b>291</b> | <b>299</b> | <b>316</b> | <b>336</b> |

## 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 (Web<sup>2</sup>Publishing) bliver en international (software) succes. Produktet var været forsinket af flere gange og er endnu ikke helt færdigudviklet.
- Bording opkøbes eller at enten de grafiske aktiviteter eller Bording Data (BordingNet) opkøbes af internationale aktører inden for den grafiske sektor.

### 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)

### MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Væsentlig øget indtjening fra værdiskabende opkøb
- International succes med salg af kommunikationsstyringssystemet BordingNet (Web<sup>2</sup>Publishing) og evt. frasalg af divisionen
- Opkøb af Bording
- Risiko for store værdidestruerende opkøb

## PRISFASTSÆTTELSE

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

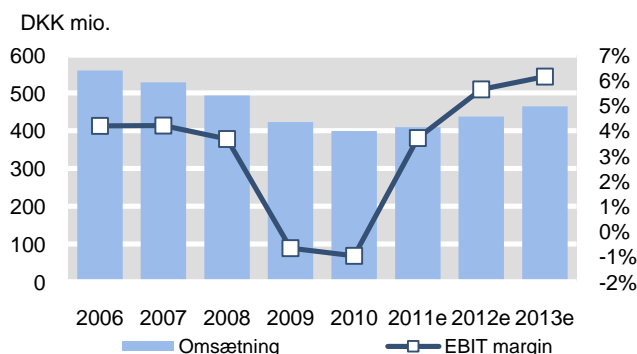
|   |     |
|---|-----|
| Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK     | 500 |
| 12-18 måneders kursværdi pr. aktie, DKK | 700 |

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

## VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

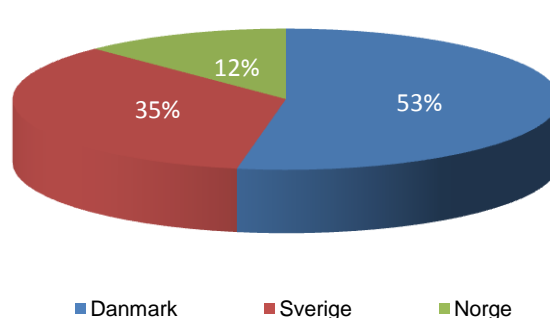
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede 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 (2010)



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.