

Fortsat indtjeningsvækst

Med et resultat for hele året 2011 i tråd med forventningerne og dermed også et resultat, der var markant bedre end året før, er vi fortsat forventningsfulde over for yderligere resultatforbedringer i år og årene fremover. Vi fastholder derfor vores positive forventning til aktiens kursudvikling på både kort som langt sigt.

- Fornuftigt år** 2012 forventer vi bliver et år, der ligner 2011 med omsætningsvækst stort set udelukkende fra opkøb samt en forbedring af indtjeningssevnen, 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.
- Omsætning fra opkøb** Bording havde en omsætningsvækst i 2011 på næsten 13% til DKK 451 mio. Denne vækst stammer dog primært fra opkøb af yderligere andele i Jysk Formular Print samt 80% af svenske Halmstad Tryckeri. Effekten af disse og andre foretagne opkøb vil påvirke omsætningen i 2012 og vil dermed være de primære årsager til vækstforventningerne i år, da vi på grund af den fortsatte krise i branchen ikke forventer vækst i Bordings eksisterende aktiviteter. Yderligere vækst skal derfor komme fra nye opkøb – og her ser vi de bedste muligheder i Sverige og Norge, hvor Bording kan øge indtjeningen mest gennem væsentlig øgning af aktiviteterne. Øjnene på året 2011 og 2012 skal derfor holdes på indtjeningsforbedringerne.
- Væsentlig bedre indtjening** I 2011 gik Bording fra underskud til igen at være overskudsgivende og vi forventer, i lighed med Bording selv, at resultat vil blive endnu bedre i 2012. Således blev resultatet efter skat på DKK 11 mio. mod et underskud året før på DKK 6 mio. Stort set hele overskuddet er genereret i den grafiske division, der øgede resultatet før skat fra DKK 3 mio. til DKK 24 mio., mens IT divisionen øgede resultatet med DKK 6 mio. til et lille overskud på 1,5 mio. Foretagne opkøb, estimerer vi, vil bidrage med ca. DKK 5 mio. til resultatet i år, og dertil kommer yderligere indtjeningsforbedringer fra den fortsatte proces om at effektivisere og integrere den stadig fragmenterede organisation, som Bording er. Således estimerer vi med en forbedring af nettoresultat med over 70% i 2012 til DKK 18 mio.
- Målsætninger opfyldes...** Bording har været igennem en nærmest total transformation fra trykkerivirksomhed til multiplatform kommunikationsvirksomhed som var målsætningen år tilbage. Den finansielle målsætning med transformationen, nemlig en driftsmargin (EBIT margin) på 10% er endnu ikke opnået, men selskabet er godt på vej. Således forbedredes EBIT-marginen fra -1% i 2010 til 4,7% i 2011. Vi forventer yderligere forbedringer i indtjeningssevnen i år og fremover, men med den fortsatte krise i branchen, forventer vi dog ikke at målsætningen nås de næste par år.
- 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. Vi fastholder derfor vores Købsanbefaling.

Anledning: Årsregnskab 2011

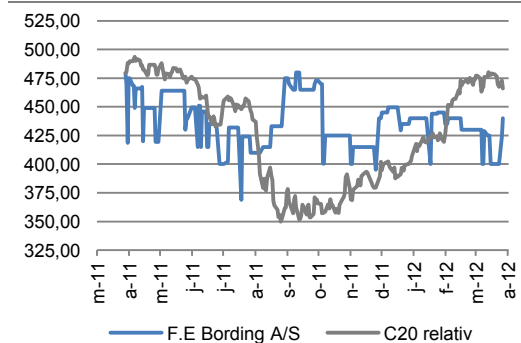
ANBEFALING

Kort sigt	Køb
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	500
Kursforventning 12-18 md. DKK	700
Aktiekurs, DKK	440

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	445	473	480
Lav	400	395	369
FE Bord.	0%	-7%	-8%
OMXC20	17%	28%	-2%

Markedsværdi (DKK mio.)	151
Antal aktier	343.527

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

Næste regnskab: 1. kvartal 29. maj 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

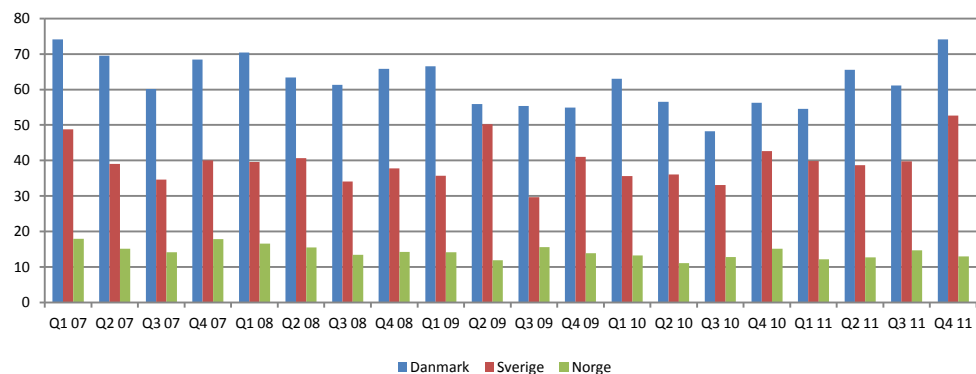
Vækststrategi med fokus på Norge og Sverige

Vækst...

Som det ses af nedenstående graf, stammer mere end halvdelen af omsætningen fra de danske aktiviteter. Vi forventer derfor, at Bordings strategi om vækst via akquisitioner og branchekonsolidering vil have fokus på særligt Sverige og Norge de kommende år. Særligt de norske aktiviteter mangler volumen, men også de svenske vil kunne drage nytte af større opkøb – opkøb, som Bording har de fornødne finansielle muskler til at foretage.

Bording har med de hidtidige opkøb vist, at man kan erhverve aktiviteter til en attraktiv pris som gør, at aktiverne tilfører nettoværdi til selskabet. Opkøb i Sverige og Norge kan dertil tilføre synergier til de eksisterende aktiviteter, hvorved værdigenereringen kan øges yderligere. Vi har derfor positive forventninger til udviklingen i Sverige og Norge de kommende år – forventninger, vi dog ikke har medtaget i vores estimater.

Kvartalsomsætning 2007-2011 opdelt på lande



Danmark skal effektiviseres

I Danmark har Bording en meget bred palette af aktiviteter og produkter, som ikke i samme grad som i Sverige og Norge vil få yderligere fordele af nye aktiviteter. Derimod ser vi væsentlige muligheder i en sammensmeltning af de danske aktiviteter, der i høj grad fungerer som selvstændige enheder, og som derfor ikke til fulde udnytter mulighederne for krydssalg. Uden store opkøb og frasalg i horisonten, forventer vi, at den danske Bording-organisation nu har den fornødne ro til at fokusere på at blive én virksomhed såvel internt som over for kunderne.

Ensrettet konsolidering

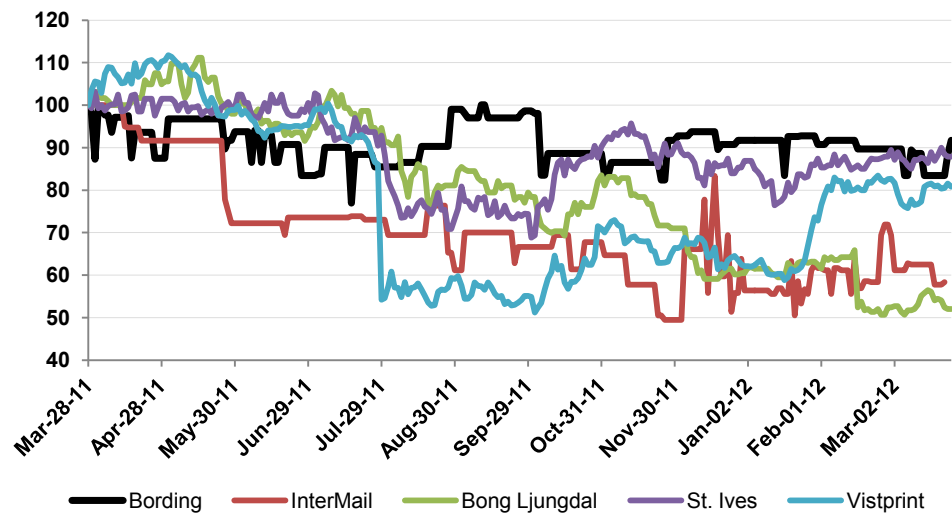
Bording er en aktiv part i branchekonsolideringen med både små og større opkøb, derimod er Bording ikke selv en umiddelbar opkøbskandidat – endnu. Den tunge vægt på Danmark og en organisation af selvstændige profitcentre er ikke umiddelbart noget, vi anser for interessant for udenlandske aktører. I takt med, at Bording øger aktiviteterne i Sverige og Norge samt får samlet organisationen, ser vi derimod mulighed for, at Bording selv bliver et interessant opkøbsemne.

Aktieperformance

God relativ kursudvikling

I forhold til C20 indekset har Bording været en relativ dårlig investering på 12 måneders sigt. Derimod har den været en relativ god investering i forhold peer gruppen, der generelt har klaret sig væsentligt dårligere end Bording. Vi ser dette som et tegn på, at aktiemarkedet har fået en øget tiltro til Bording – en tiltro vi forventer vil blive styrket i takt med, at Bording fortsætter med at nå de opstillede mål.

12 måneders kursudvikling (%), Bording og Peer Group



Kilde: Capital IQ

F.E. Bording

28. marts 2012

NØGLETAL

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kursrelaterede						
P/S	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	-30,4	-26,4	14,2	8,2	7,2	4,5
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,0	1,8	1,5	1,3	1,1	0,9
EV/Omsætning	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	32,7	19,3	8,2	6,4	5,7	4,0
EV/EBIT	-120,4	-76,5	13,9	9,0	8,1	5,3
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	3,2	3,6	5,7
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	289	275	249
Markedsværdi	194	162	151	151	151	151
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,344	0,344	0,344	0,344
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	575	480	440	440	440	440

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	362	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%.

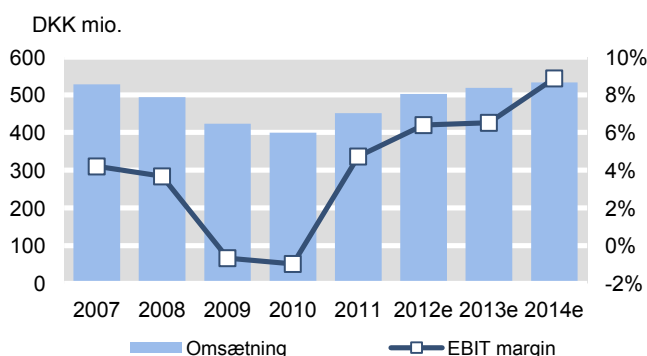
Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	500
12-18 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	700

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

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

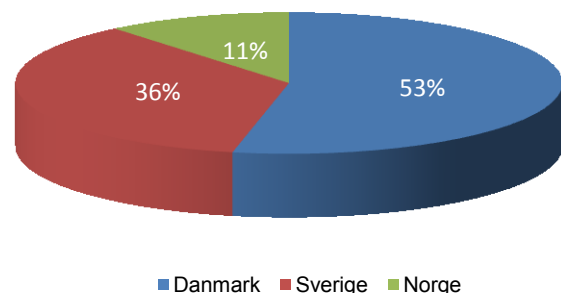
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede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