F.E. Bording

30. august 2011

Anledning: 1. halvår 2011

På rette spor!

Bordings resultat for 1. halvår 2011 viser den forventede resultatmæssige fremgang og dermed også, at selskabet er på rette spor mod målet om solide overskud og afkast. Selskabet fastholder sine forventninger til årets resultat, og vi fastholder også vores kursforventninger på kort og langt sigt samt anbefalingen Køb.

- **Væsentlig resultatfremgang** Bording opnåede i 1. halvår en markant forbedring af indtjeningen i forhold til 1. halvår 2010. Således steg resultatet før skat fra et underskud på 7 millioner til et overskud på 5 millioner før skat. Resultatfremgangen er sket uden omsætningsvækst, og er således et resultat af den langvarige omstillingsproces, Bording iværksatte for at skabe en fremtidig lønsom virksomhed.

- **Grafisk Kommunikation i størst fremgang** Resultat-fremgangen har været størst og stærkest i Bordings grafiske division, der også er den største. Resultat før skat blev på DKK 4 mio. i 2. kvartal mod -4 mio. året før, og dermed en fortsættelse af fremgangen i 1. kvartal hvor overskuddet var på DKK 6 mio. mod DKK 1 mio. i 1. kvartal 2011. Fokus på kommunikationsløsninger frem for traditionelt trykkeri viser således sin styrke i et fortsat svært marked. Til sammenligning fik danske InterMail i kvartalet øget sit underskud i sin traditionelle konvolutdivision og et mindre underskud i sin kommunikationsdivision.

- **IT Kommunikation hænger stadig i bremsen** Bordings IT kommunikations division fik igen i 2. kvartal et 0-resultat, hvilket dog er en forbedring i forhold til året før hvor underskuddet var på DKK 1 mio. Med en større ordrebeholdning år/år er der udsigt til omsætningsvækst og positive resultater for divisionen – uden at vi forventer, at divisionen vil bidrage væsentligt til koncernresultatet på den korte bane.

- **Vækst nødvendig** Resultatfremgangen i kvartalet og halvåret er ikke holdbar, hvis Bording ikke også kan generere organisk vækst. Med en fortsat svær markedssituation med stagnerede/faldende aktivitet, skal Bording selv generere væksten. Derfor er der ansat yderligere salgskonsulenter og fokus på krydssalg af selskabets mange produkter. Vi forventer, at Bording efter den store omstruktureringsproces nu kan og vil fokusere på at skabe vækst, hvor bl.a. effektivisering af salgsindsatsen, herunder krydssalg forventes at kunne skabe relativt hurtige resultater.

- **Fortsat fremgang i 2. halvår** Vi forventer, at fremgangen vil fortsætte i andet halvår. Dette baserer vi dels på effekten af de seneste op- og tilkøb (se analyse fra 16. august), dels effekter fra effektiviseringer og omsætningsvækst. Således anser vi selskabets forventninger til 2011 for at være opnåelige og dermed en bestyrkelse af vores kortsigtede forventninger til kursdannelsen for aktien.

- **Køb** Bording har opnået resultatforbedringerne på trods af svære tider for særligt den grafiske branche. Vi anser det derfor fortsat for sandsynligt, at Bording i 2012 yderligere vil nærme sig målet om en rentabel drift (EBIT-margin på 10%), hvilket bør have en fortsat positiv indvirkning på aktiekursen – uanset den generelle udvikling på aktiemarkedet. Vi fastholder derfor anbefalingen Køb på langt sigt.

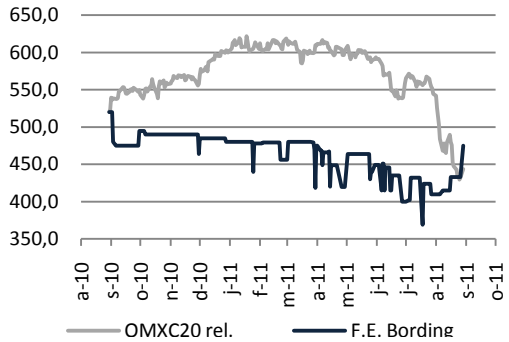
ANBEFALING

Kort sigt	Køb
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	500
Kursforventning 12-18 md. DKK	700
Aktiekurs, DKK	475

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSUDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	475	480	520
Lav	369	369	369
FE Bord.	8%	4%	-9%
OMXC20	-24%	-26%	-11%

Markedsværdi (DKK mio.)	162
Antal aktier	343.527
Fondskode	DK0010008028
Reuters kode	BORDb.CO
Bloomberg kode	BORDB:DC
NASDAQ/OMX Shortname	BORD B

Næste regnskab: 3. kvt. 2011 28. nov. 2011

Selskabets forventninger til 2011
Bording forventer en omsætning på ca. DKK 440 mio. og et resultat efter skat omkring DKK 12 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

30. august 2011

NØGLETAL

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Kursrelaterede						
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	20,6	-30,4	-26,4	14,4	8,8	7,8
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,3	2,0	1,8	1,5	1,4	1,2
EV/Omsætning	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	11,0	32,7	19,3	8,6	6,4	5,7
EV/EBIT	21,4	-120,4	-76,5	14,7	9,9	8,7
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	6,8	-1,1	-1,6	7,8	10,4	10,9
ROE (%)	11,1	-6,7	-6,8	10,8	15,5	15,4
ROIC (%)	5,9	-0,8	-1,3	6,8	9,2	9,6
Udbytteafkast (%)	1,7	2,1	0,0	3,2	2,9	3,4
Udbytteandel (%)	35,6	-63,5	0,0	42,9	25,2	25,4
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	36	33	32	34	36	38
Gearing (%)	96	106	112	111	96	76
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	33,7	-18,9	-18,2	34,9	55,5	63,1
Udbytte pr. aktie	12,0	12,0	0,0	15,0	14,0	16,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	389	337	296	318	321	314
Markedsværdi	235	194	162	162	163	163
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,344	0,344	0,344
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	695	575	480	475	475	475

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Nettoomsætning	494	423	399	454	530	561
EBITDA	35	10	15	37	50	55
EBITDA-margin (%)	*7,2*	*2,4*	*3,8*	*8,1*	*9,4*	*9,9*
EBIT	18	-3	-4	22	32	36
EBIT-margin/overskudsgrad (%)	*3,7*	*-0,7*	*-1,0*	*4,8*	*6,1*	*6,4*
Netto finansposter	-6	-5	-2	-3	-3	-3
Resultat før skat	12	-7	-6	19	29	33
Resultat efter skat	11	-6	-6	12	19	22
Resultatgrad (%)	2,2	-1,5	-1,5	2,6	3,6	3,8

Balance DKK mio.

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Immaterielle aktiver	20	24	46	50	54	58
Materielle aktiver	92	81	77	94	91	88
Finansielle aktiver	42	40	25	27	29	31
Varebeholdninger	31	24	25	28	32	34
Tilgodehavende	114	110	111	126	146	155
Likvid beholdning	6	8	8	3	2	12
Aktiver i alt	305	287	291	327	355	378
Egenkapital	102	95	91	105	119	136
Minoriteter	7	1	3	5	7	9
Hensættelser	14	8	5	5	5	5
Langfristet gæld	44	38	35	33	31	29
Kortfristet rentebærende gæld	67	71	77	92	92	92
Leverandørgæld	60	62	71	76	88	93
Anden gæld	11	13	8	11	12	13
Passiver i alt	305	287	291	327	355	378

F.E. Bording

30. august 2011

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 akkvisitioner i Skandinavien/Norden

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

- kommunikationsstyringssystemet BordingNet (Web^{2}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 konjunkturnedgang for den grafiske branche
- Gennembrud for salget af doc2mail (e-boks løsning til bl.a. stat og kommuner) og Web^{2}Publishing.

MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Væsentlig øget indtjening fra værdiskabende opkøb
- Succes med salg af kommunikations-styringssystemet BordingNet (Web^{2}Publishing)
- 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%.

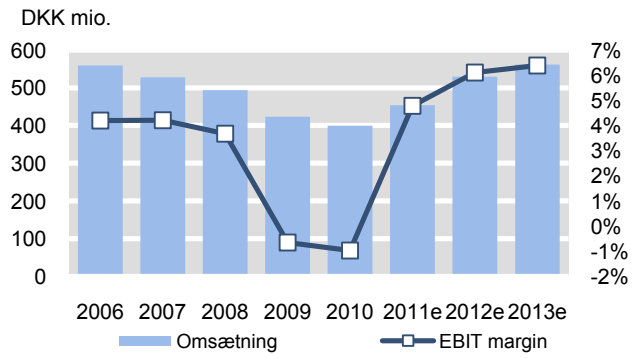
Den kortsigtede prisfastsættelse er baseret på at Bording når dets egne indtjeningsforventninger og en prisfastsættelse baseret på en PE i niveau 6,5.

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

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

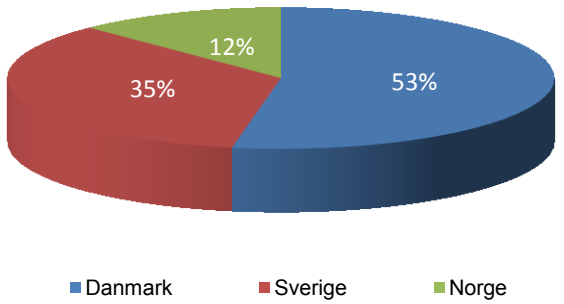
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede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

F.E. Bording

30. august 2011

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 Preatorian 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.