

De sorte tal nærmer sig

Da Bording tidligere på måneden måtte aflyse opkøbet af Prinfor-kæden, er rapporten for 3. kvartal uden information, der ændrer på vores holdning til aktien. Med udsigt til sorte tal for andet halvår 2010 og for 2011 samt fremgang i ordrebeholdningen ved indgangen til 2011 er Bording trods den fortsatte krise i branchen endelig ved at vise den indtjeningsfremgang, som transformationen til kommunikationsvirksomhed havde til formål. Vi fastholder derfor vores købsanbefaling.

- God timing** I lighed med øvrige aktier med lav likviditet har Bording-aktien haft en negativ udvikling de seneste 12 måneder, men dog en bedre kursudvikling end de danske peer group selskaber cBrain og InterMail. Væsentlige, positive resultater er nødvendige før investorerne igen retter blikket mod Bording. Store engangsomkostninger til lukning og outsourcing af produktion (DKK 12 mio. i 2010) bør nu være historie, hvorfor vi forventer at se en væsentlig resultatforbedring i 2011 og udmelding herom i forbindelse med årsrapporten i marts. Timingen synes derfor god nu til at investere i aktien.
- Resultatforventningen blev fastholdt** Med et resultat for 3. kvartal omkring DKK 0 mio. og et resultat for de første 9 måneder på DKK -5,7 mio. fastholdte Bording forventningen om et årsresultat i niveauet DKK -5 - 0 mio. Nettoomsætningen var med DKK 94 mio. i 3. kvartal stort set uændret i forhold til samme kvartal året før.
- Tilbagegang** For årets første 9 måneder var der omsætningstilbagegang for alle landene, Danmark, Sverige og Norge, samt tilbagegang i den grafiske omsætning. Derimod havde Bording Data en mindre omsætningsfremgang på trods af fortsat udskydelse af ordre fra kunderne. Ordreindgangen i Bording Data er dog god og Bording forventer derfor yderligere fremgang i 2011. Med en afslutning på outsourcing og nedlukning af grafisk/tryk-produktion skal Bordings grafiske division dog også vise omsætningsfremgang i 2011, hvis en tro på fremtidig indtjeningsvækst skal kunne bibeholdes.
- En presset sektor** Omsætnings- og indtjeningsudviklingen for peer group viser, at Bording ikke er ene om at kæmpe for en forbedring af omsætning og indtjeningen samt en øget værdi af selskabets aktier. Jo mere it-baserede selskaberne er, jo bedre indtjende er de, hvilket er den udvikling, som Bording er i gang med. Bordings aktiekurs har de seneste 12 måneder været negativ, men dog stadig bedre end de danske peers, mens de større udenlandske peers generelt har klaret sig bedre.
- Køb på langt sigt** Vi fastholder såvel den kortsigtede som den langsigtede forventning om en kurs henholdsvis i niveauet DKK 550 og 700 og således anbefalingen Køb. Dette er baseret primært på forventningen om sorte tal på bundlinjen i 2011 og en generel omsætnings- og indtjeningsfremgang trods p.t. svære markeder.

Anledning: 3. kvartal 2010

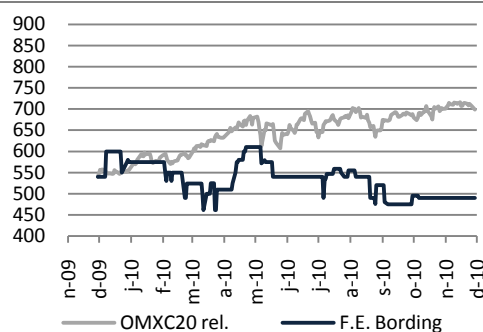
ANBEFALING

Kort sigt	Køb
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	550
Kursforventning 12-18 md. DKK	700
Aktiekurs, DKK	464

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSUDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	520	559	610
Lav	475	475	461
FE Bord.	-11%	-14%	-14%
OMXC20	7%	9%	30%

Markedsværdi (DKK mio.)	137
Antal aktier	337.960

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

Næste regnskab: Helår 2010 marts 2011

Selskabets forventninger til 2010

Bording fastholder efter 3. kvartal et resultat for 2010 på mellem DKK 0 og -5 mio. inklusiv engangsomkostninger på 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. november 2010

En presset sektor

Bording er ikke ene om at være negativt ramt af den fortsatte økonomiske krise. Krisen har ramt stort set alle aktører i branchen med faldende omsætning og indtjening til følge.

De største selskaber, Vistaprint og St. Ives har været bedst til at øge omsætningen i den seneste periode, men også de har haft svært ved at vise interessante vækstrater. På indtjeningssiden har alle selskaber haft svært ved at vise fremgang, og med en 0-vækst for det primære resultat ligger Bording helt i top!

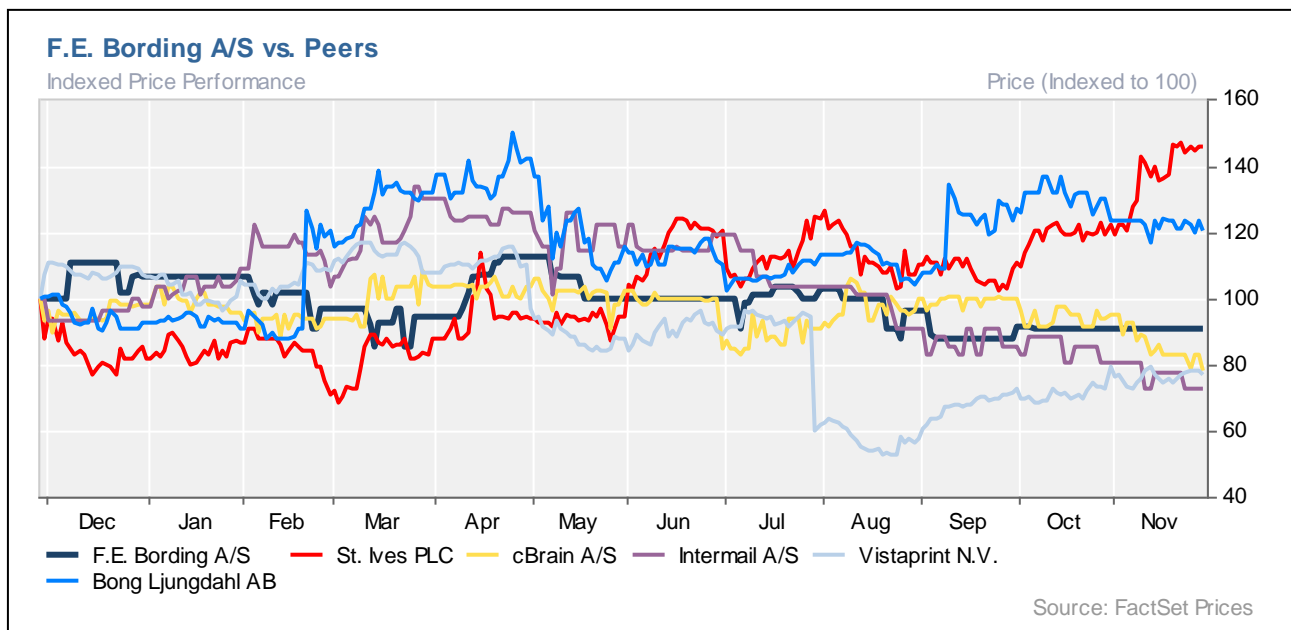
Peer Group omsætning og indtjening (sidste rapporterede periode)

	Periode	Markedsværdi (DKK)	Omsætning (DKK)	Oms. vækst (år/år)	EBIT (%)	EBIT vækst (år/år)
F. E. Bording	3. kv. 2010	137	94	0%	1%	0%
InterMail	3. kv. 2009/10	25	128	0%	0%	n.a.
cBrain	1. H 2010	94	13	-21%	13%	-38%
Bong Ljungdahl	3. kv. 2010	388	340	-2%	-2%	-190%
St. Ives	1. H 2010	913	1.558	2%	2%	-21%
Vistaprint	3. kv. 2010	10.244	939	18%	7%	-14%

Kilde: Selskaberne

Den største driftsmarginal (EBIT-margin) af peer group selsaberne tilhører cBrain, der dog ikke er en grafisk virksomhed, men udvikler af kommunikations- og dokumenthåndteringsløsninger (software). Selskabet er medtaget, da Bording med sine digitale kommunikationsløsninger, der også er software, bevæger sig i retning mod at blive et it-services selskab fokuseret på kommunikation. cBrains indtjening viser, at selv en relativ lille omsætning kan generere en høj indtjening i forhold til grafiske virksomheder. Dette bestyrker Bordings målsætning om at nå en EBIT-margin i niveauet 10%.

12-måneders relativ kursudvikling for peer group



Som det ses af kursgrafnen, har Bordings kursudvikling i 12-måneders perioden ligget midt i feltet. Vi tilskriver det den lave volumen i aktien og svage rapporterede resultater, selvom selskabet i perioden generelt har haft en positiv nyhedsstrøm – en nyhedsstrøm, der dog først viser økonomiske resultater i andet halvår og fuldt ud først fra 2011. Vi venter derfor, at udviklingen for Bordings aktiekurs de næste 12-18 måneder vil være positiv i forhold til det eksisterende niveau.

NØGLETAL

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Kursrelaterede						
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	17,3	20,6	-30,4	-155,5	19,7	9,0
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,4	2,3	2,0	1,7	1,6	1,4
EV/Omsætning	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,1	11,0	32,7	20,7	10,2	6,7
EV/EBIT	17,0	21,4	-120,4	335,2	20,7	10,6
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	7,7	6,8	-1,1	0,3	5,4	10,3
ROE (%)	13,9	11,1	-6,7	-1,1	8,0	15,3
ROIC (%)	7,4	5,9	-0,8	0,2	4,5	8,5
Udbytteafkast (%)	1,4	1,7	2,1	0,2	2,6	3,0
Udbytteandel (%)	25,0	35,6	-63,5	415,4	44,5	25,4
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	37	36	33	33	35	38
Gearing (%)	67	96	106	109	96	78
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	48,0	33,7	-18,9	0,2	27,0	55,1
Udbytte pr. aktie	12,0	12,0	12,0	1,0	12,0	14,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	376	389	337	281	285	284
Markedsværdi	281	235	194	157	157	157
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	830	695	575	464	464	464

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Nettoomsætning	528	494	423	417	434	463
EBITDA	41	35	10	14	28	42
<i>EBITDA-margin (%)</i>	7,8	7,2	2,4	3,3	6,4	9,2
EBIT	22	18	-3	1	14	27
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	4,2	3,7	-0,7	0,2	3,2	5,8
Netto finansposter	-2	-6	-5	-1	-1	-1
Resultat før skat	20	12	-7	0	13	26
Resultat efter skat	16	11	-6	0	9	19
<i>Resultatgrad (%)</i>	3,0	2,2	-1,5	0,0	2,1	4,0
Balance DKK mio.						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Immaterielle aktiver	12	20	24	45	48	50
Materielle aktiver	107	92	81	81	80	79
Finansielle aktiver	16	42	40	22	26	30
Varebeholdninger	36	31	24	23	24	26
Tilgodehavende	125	114	110	100	104	111
Likvid beholdning	16	6	8	9	9	13
Aktiver i alt	311	305	287	280	290	309
Egenkapital	116	102	95	91	100	114
Minoriteter	0	7	1	2	3	4
Hensættelser	15	14	8	8	8	8
Langfristet gæld	46	44	38	38	36	34
Kortfristet rentebærende gæld	49	67	71	71	71	71
Leverandørgæld	75	60	62	58	60	64
Anden gæld	10	11	13	12	12	13
Passiver i alt	311	305	287	280	290	309

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
- Skjulte værdier i ejendomme

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

- kommunikationsstyringssystemet BordingNet bliver en international software succes
- 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
- 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 (Web²Publishing) 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 800, der er baseret på et fremtidigt EBIT-niveau på 10%. Fra DCF-værdien fratrækkes derfor en rabat på 20% samt tillægges værdi af potentielle ejendomssalg.

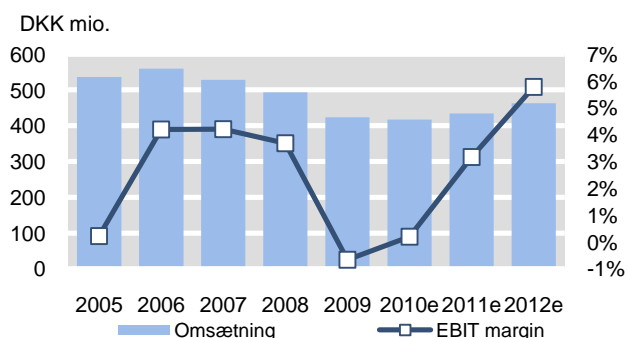
På kort sigt handler Bording på niveau med peer group eksklusive værdi af frasalg ansat til DKK 50 pr. aktie.

Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	550
12-18 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	700

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

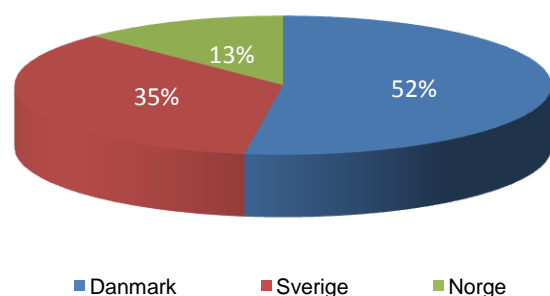
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede 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 (2009)



Kilde: Praetorian Research

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.