

Skuffelse peger mod fremgang!

Bording nedjusterede i halvårsregnskabet sine forventninger til årets resultat fra et positivt resultat til mellem DKK 0 og -5 mio. som følge af samlede tab og engangsomkostninger fra ophørende aktiviteter på i alt ca. DKK 12 mio. Uden negativ resultatpåvirkning fra egne aktiviteter inden for standardproduktion er Bording – endelig – på vej mod øget indtjening, hvorfor vi fastholder forventningerne til kursudviklingen på såvel kort som langt sigt.

- Fald i omsætning og indtjening** For 1. halvår fik Bording en omsætningstilbagegang på 6% til DKK 209 mio. og et øget tab på den primære drift (EBIT) fra DKK -2,2 mio. til DKK -7,2 mio. Reguleret for engangsomkostninger og kurstab var der dog tale om en forbedring af resultatet efter skat fra DKK -0,6 mio. til DKK 4,2 mio. Da Bording nu har outsourcet den sidste del af sin standardproduktion af tryksager, er der begrundet forventning om, at Bording fremover vil opnå den længe ventede indtjeningsfremgang og dermed også en højere aktiekurs.
- Dyrere end ventet** Bordings afvikling af standardproduktion i eget regi er væsentligt mere omkostningstung end forventet og har medført endnu en skuffende regnskabsmeddelelse fra selskabet – såvel for 1. halvår med et underskud på DKK 5 mio. og for hele året, hvor resultatet ventes at blive mellem DKK 0 og -5 mio. Særligt afviklingen af standardaktiviteterne i Sverige har været bekostelige med DKK 6 mio. i 1. halvår og en afviklingshorisont på yderligere 9 måneder og dermed yderligere omkostninger i resten af året.
- 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. De selskaber/aktiviteter, der umiddelbart klarer sig bedst, er it-baserede eller specialproduktioner, mens standardprodukter som f.eks. konvolutter og almindelige tryksager er hårdt pressede, hvilket prisstigninger på papir på 10% i kvartalet har medvirket til. Bording har fravalgt standardproduktion i eget regi og satset på it-løsninger. Vi ser derfor et styrket Bording efter krisen.
- Forbedring fra it** Halvåret bød på en forbedring af divisionen for rådgivning og salg af it-baserede produkter der fik en mindre omsætningsfremgang til DKK 27 mio. og en forbedring af resultatet før skat fra DKK -3 til DKK -1 mio. Øget ordreindgang særligt fra detailhandlen og abonnementsløsninger til mediehuse vil bidrage til øget omsætning og indtjening i andet halvår. Bordings it-løsninger til digital kommunikation drager dertil fordel af den generelt øgede digitale kommunikation, der også er væsentlig billigere for kunderne end den traditionelle, papirbaserede kommunikation.
- Grafisk Kommunikation skal vise fremgang** Som led i outsourcing af standardproduktion har det været forventeligt at omsætningen i divisionen er faldet – senest med 11% i halvåret til DKK 175 mio. Herfra bør divisionen vise vækst og en kraftig forbedring af resultat fra DKK -3 mio. i halvåret (inklusive engangsomkostninger).
- Køb på langt sigt** Vi fastholder den langsigtede forventning om en kurs i niveauet DKK 700 og således anbefalingen Køb. Øget effektivitet, opkøb af virksomheder i Princo-kæden samt forbedrede markeder bør hæve indtjening og kursdannelsen på 12-måneders sigt. På kort sigt anser vi fortsat en kurs i niveauet DKK 550 for forventelig (og hæver derfor til Køb fra Neutral), da positive nyheder og resultater bør hæve kursen, som er faldet ved lav omsætning.

Anledning: H1 2010

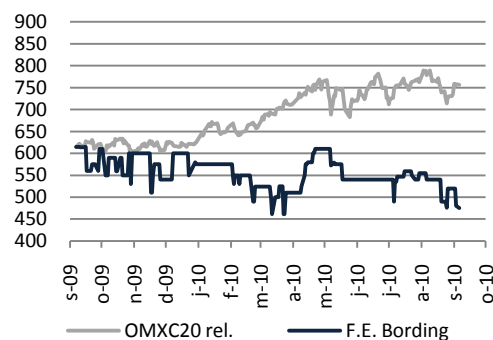
ANBEFALING

| | |
|-------------------------------|-----|
| Kort sigt | Køb |
| Langt sigt | Køb |
| Kursforventning 0-6 md. DKK | 550 |
| Kursforventning 12-18 md. DKK | 700 |
| Aktiekurs, DKK | 475 |

BØRS

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

KURSUUDVIKLING 12 måneder



| DKK | 3 md. | 6 md. | 12 md. |
|----------|-------|-------|--------|
| Høj | 559 | 610 | 615 |
| Lav | 475 | 461 | 461 |
| FE Bord. | -12% | -9% | -21% |
| OMXC20 | 4% | 9% | 24% |

| | |
|-------------------------|---------|
| Markedsværdi (DKK mio.) | 161 |
| Antal aktier | 337.960 |

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

Næste regnskab: 3. kv. 2010 29. nov. 2010

Selskabets forventninger til 2010

Bording forventer efter 1. halvår et resultat for 2010 på mellem 0 og -5 mio. (nedjustering fra "et positivt resultat")

Analyseansvarlig:
Jesper IIsøe

PRAETORIAN RESEARCH
Amagervej 9, 2.
DK-1160 København K
Tlf.: +45 5025 3000
Mail: info@p-research.dk
www.p-research.dk

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. Da efterspørgslen i år fortsat har været afventende, har selskaberne alle fortsat deres fokus på omkostningsreduktioner og tilpasning af aktiviteterne – i lighed med Bordings strategi.

Den eneste af peer group selskaberne, der ikke har oplevet tilbagegang i omsætningen er Vistaprint NV, der med et rent onlinekoncept til private og små virksomheder opnår vækst fra dels nye geografiske markeder dels fra udvidelse af produktpaletten. Selvom Vistaprints koncept er specielt i forhold til de øvrige selskaber ved at være rettet mod private og små virksomheder, viser selskabets succes blandt andet, at onlinebaserede produkter har en stor gennemslagskraft og nemt laders sig udrulle til nye geografiske markeder. Bordings Web²Publishing er ligeledes et onlineprodukt, men rettet imod det professionelle segment. Produktet er endnu i sin startfase, men det besidder, som Vistaprint, potentialet til at løfte Bordings vækst og indtjening til et nyt og højere niveau.

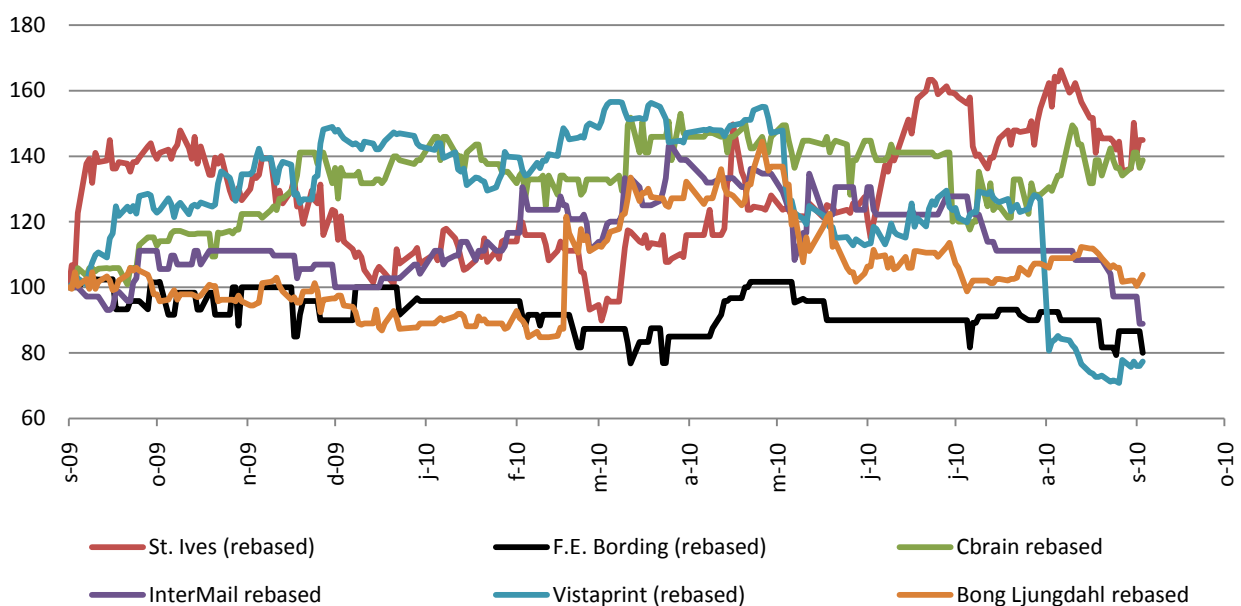
Peer Group omsætning og indtjening (sidste rapporterede periode)

| | Markedsværdi (DKK) | Omsætning (DKK) | Oms. vækst (år/år) | EBIT (%) | EBIT-margin | vækst (år/år) |
|---------------------|--------------------|-----------------|--------------------|----------|-------------|---------------|
| F. E. Bording (H1) | 140 | 209 | -6% | -3% | | -256% |
| InterMail (9M) | 30 | 413 | -10% | 0% | | 0% |
| cBrain (H1) | 118 | 13 | -21% | 13% | | -38% |
| Bong Ljungdahl (H1) | 260 | 776 | -1% | 2% | | -9% |
| St. Ives (H1) | 698 | 1.677 | -10% | 5% | | 64% |
| Vistaprint (Q4) | 8.300 | 918 | 21% | 8% | | -24% |

Kilde: Selskaberne

Den største driftsmarginal (EBIT-margin) af peer group selskaberne tilhører cBrain, der dog ikke er en grafisk virksomhed, men som udvikler 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 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 kursgrafen, har Bording været blandt de dårligst performende selskaber i 12-måneders perioden. Vi tilskriver det den lave volumen i aktien og svage rapporterede resultater, selvom selskabet i perioden generelt har haft en positiv nyhedsstrøm, herunder senest med opkøbet af Princo-kæde virksomheder, – 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.

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 | -159,2 | 20,1 | 9,2 |
| K/I (markedsværdi/egenkapital) | 2,4 | 2,3 | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 1,4 |
| EV/Omsætning | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| EV/EBITDA | 9,1 | 11,0 | 32,7 | 20,9 | 10,3 | 6,8 |
| EV/EBIT | 17,0 | 21,4 | -120,4 | 339,6 | 21,0 | 10,8 |
| 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 | 2,5 | 2,9 |
| 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 | 285 | 289 | 288 |
| Markedsværdi | 281 | 235 | 194 | 161 | 161 | 161 |
| Antal aktier (mio.) | 0,338 | 0,338 | 0,338 | 0,338 | 0,338 | 0,338 |
| Aktiekurs (ultimo året / aktuelt) | 830 | 695 | 575 | 475 | 475 | 475 |

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 op til DKK 60 mio.

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

- Gennemførelse af køb af Princo-virksomheder
- Væsentlig forbedring af indtjeningsevnen ved tilendebragt omstilling af virksomheden, herunder salg af ejendom i Odder
- 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.

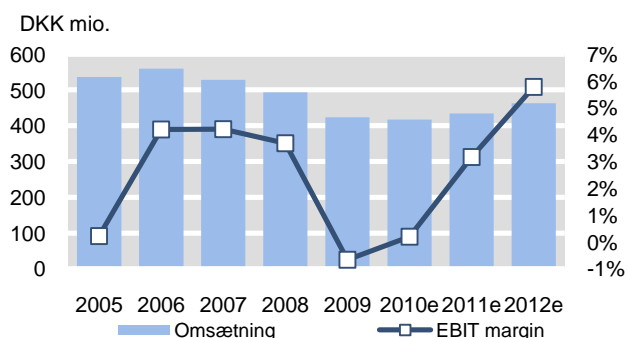
På kort sigt handler Bording på niveau med peer group eksklusive værdi af frasalg ansat til DKK 50 pr. aktie.

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

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

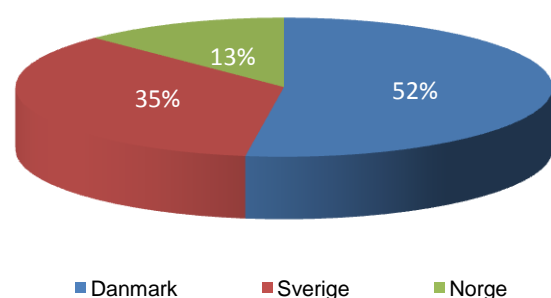
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkter til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede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