F.E. Bording

18. marts 2009

Anledning: Årsregnskab 2008

Bording går mod strømmen!

F.E. Bording går mod strømmen og viser mod og handlekraft med et udbytte på DKK 12 pr. aktie trods et resultatfald i 2008 og udsigt til et 2009 med svære markedsbetingelser, et år, som Bording dog forventer, bliver bedre end 2008. Vi forventer, at krisen medfører, at de største i sektoren kommer ud som vindere, og tror derfor fortsat på Bording som en langsigt investeringscase. Det synes markedet at være enig i, da aktien har vist relativ stor styrke i et stærkt faldende aktiemarked.

- **I den lave ende** Med et 2008-resultat efter skat på DKK 11,4 mio. ramte Bording i den lav ende af sin guidance på DKK 10-15 mio. fra sidste måned. Omsætningen faldt trods opkøb til DKK 494 mio. fra DKK 528 mio. og resultatet før skat faldt fra DKK 20 mio. i 2007 til DKK 12 mio. i 2008. Faldet i omsætning og indtjening er generelt for alle Bordings aktiviteter, men dertil har svækkelsen af den svenske og norske krone medført kurstab. Yderligere er det svenske marked, der bidrager med ca. 30 % af Bordings omsætning, hårdt ramt af den økonomiske krise.

- **Udfordringer i 2009** Bordings forventninger til 2009 er et bedre resultat end i 2008, dog uden fradrag af engangsomkostninger. Med udsigt til et år, hvor Bording må skære i omkostningerne/medarbejderstaben, forventer vi, at engangsomkostninger vil medføre, at 2009-resultatet vil ende lavere end i 2008.

- **Bedre ud i den anden ende** Selvom vi forventer, at Bording også i 2009 vil blive berørt af nedgangen i reklame og markedsføringsbudgetterne, anser vi Bording for ét af de selskaber, der vil kunne komme bedre ud på den anden side af krisen. Dette skyldes, at Bording satser på IT-services i stedet for som før, at være en trykkerivirksomhed. De små virksomheder, samt dem, der fortsætter som traditionelle grafiske virksomheder, forventer vi derimod får yderst svært ved at komme ud på den anden side af krisen.

- **BordingNet og investeringscasen** Investeringscasen i Bording er trods krisen intakt. På den kort bane vil krisen medføre en udskydelse af resultaterne fra opkøb og transformationen til en IT-virksomhed og deraf følgende højere indtjeningsmargins. Således estimerer vi, at resultaterne af transformation først materialiserer sig om 2-3 år. På den lange bane er BordingNet – Bordings internetbaserede kommunikationssystem – fortsat et godt bud på en "hockey-stick" vækst i omsætning og indtjening. BordingNet er blevet lanceret, men den aktuelle krise har medført, at mulighederne p.t. for at indgå internationale distributionsaftaler ikke er til stede.

- **Ingen billig aktie** Aktiemarkedet har skånet Bording for de store kurstab og aktien er kun faldet 16 % fra toppen. Dette skyldes efter vores opfattelse, at markedet dels tror på, at Bording vil klare krisen bedre end konkurrenterne, dels forstår, at Bording på sigt bliver og skal prisfastsættelse som en IT-virksomhed. Således er f.eks. markedsværdien dobbelt så høj som den bogførte værdi i modsætning til f.eks. InterMail, der handler til under en tredjedel af den bogførte værdi.

- **Fastholder anbefaling** Med lav sandsynlighed for væsentlige, positive nyheder på kort sigt, forventer vi ikke, at aktiekursen vil stige inden for de næste 6 måneder, med at den vil ligge i niveauet DKK 700 (før 750). På 12-18 måneders sigt er der gode muligheder for nyheder, der bestyrker investeringscasen, hvorfor vi fastholder en forventning om en kurs på langt sigt i niveauet DKK 1.000.

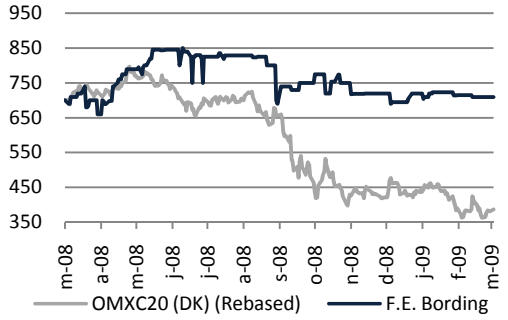
ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	700
Kursforventning 12-18 md. DKK	1.000
Aktiekurs, DKK	710

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industrii

KURSUDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	723	775	850
Lav	690	690	660
FE Bord.	-1%	-4%	1%
OMXC20	-11%	-40%	-45%

Markedsværdi (DKK mio.)	240
Antal aktier	337.960

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

Næste regnskab: 1. kvt. 2009 20. maj 2009

Selskabets forventninger til 2009
Bording giver ingen forventning til omsætningen og estimerer med et resultat før skat, men eksklusive engangsomkostninger, der er bedre end 2008.

PRAETORIAN **RESEARCH**
Vodroffsvej 61, 1. tv.
DK-1900 Frederiksberg
Tlf.: +45 5025 3000
Mail: info@p-research.dk
www.p-research.dk

F.E. Bording

18. marts 2009

NØGLETAL

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Kursrelaterede						
P/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	12,5	17,3	20,6	26,2	10,0	7,1
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,5	2,4	2,3	2,2	1,9	1,5
EV/Omsætning	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,1	9,1	9,7	9,5	5,9	4,3
EV/EBIT	16,4	17,0	21,4	24,1	10,2	6,8
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	8,0	7,7	6,8	5,8	13,0	18,1
ROE (%)	19,6	13,9	11,1	8,5	18,6	21,0
ROIC (%)	7,6	7,4	5,9	4,9	11,2	15,5
Udbytteafkast (%)	1,5	1,4	1,7	1,5	1,3	1,7
Udbytteandel (%)	19,1	25,0	35,6	37,5	12,2	11,6
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	34	37	36	38	43	49
Gearing (%)	96	67	96	74	45	15
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	62,8	48,0	33,7	29,4	73,9	103,1
Udbytte pr. aktie	12,0	12,0	12,0	11,0	9,0	12,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	385	376	389	362	342	311
Markedsværdi	266	281	235	240	240	240
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	788	830	695	710	710	710

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Nettoomsætning	559	528	494	492	512	533
EBITDA	47	41	40	38	58	72
EBITDA-margin (%)	8,5	7,8	8,1	7,8	11,3	13,6
EBIT	23	22	18	15	33	46
EBIT-margin/overskudsgrad (%)	4,2	4,2	3,7	3,1	6,5	8,5
Netto finansposter	3	-2	-6	-4	-1	0
Resultat før skat	26	20	12	11	32	45
Resultat efter skat	21	16	11	10	25	35
Resultatgrad (%)	3,7	3,0	2,2	2,0	4,8	6,4

Balance DKK mio.

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Immaterielle aktiver	9	12	20	21	21	21
Materielle aktiver	120	107	92	87	77	68
Finansielle aktiver	13	16	42	32	35	39
Varebeholdninger	40	36	31	33	34	35
Tilgodehavende	132	125	114	117	121	126
Likvid beholdning	5	16	6	14	28	53
Aktiver i alt	319	311	305	303	317	342
Egenkapital	108	116	102	108	129	161
Minoriteter	0	0	7	6	6	6
Hensættelser	15	15	14	14	14	14
Langfristet gæld	57	46	44	41	36	31
Kortfristet rentebærende gæld	52	49	67	57	52	47
Leverandørgæld	77	75	60	66	69	72
Anden gæld	9	10	11	10	11	11
Passiver i alt	319	311	305	303	317	342

F.E. Bording

18. marts 2009

INVESTERINGSCASE

Investeringscasen i Bordng er primært baseret på:

- at omstillingen fra tabsgivende trykkeri til et salgs- og rådgivningsselskab inden for grafisk kommunikation inden for 2-3 år vil medføre et løft i EBIT-marginen til niveauet 10%
- at selskabet kan fortsætte med at vokse lønsomt via akkvisitioner i Skandinavien/Norden
- Skjulte værdier i ejendomme op til DKK 80 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

- Væsentlig forbedring af indtjeningsevnen ved tilendebragt omstilling af virksomheden
- Bordings offentliggørelse af kortsigtet målsætning for indtjening/EBIT-margin
- Risiko for marginpres fra konkurrenter og konjunkturnedgang

MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Væsentlig øget indtjening fra værdiskabende opkøb
- International succes med salg af kommunikations-styringssystemet BordingNet og evt. frasalg af divisionen
- Opkøb af Bording
- Risiko for store værdidestruerende opkøb

PRISFASTSÆTTELSE

Den kortsigtede prisfastsættelse af aktien er baseret på forventningen om relativ negativ nyhedsstrøm og et højere indtjeningsniveau, der retfærdiggør en rabat til DCF (DKK 1.000 pr. aktie) på 25-30% samt en lav/ingen prisfastsættelse af de skjulte værdier på ca. DKK 180 pr. aktie.

På langt sigt vil fortsat lavere rabat og pris-fastsættelse af BordingNet være drivere for kursen.

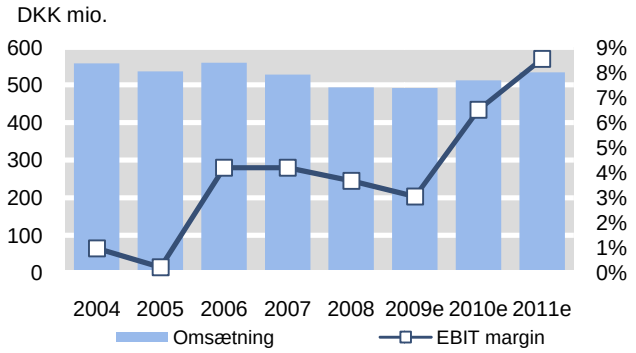
Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	700
12-18 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	1.000

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

Bording sælger og producerer en lang række grafiske løsninger og produkt til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Selskabet har skiftet fokus fra selv at producere produkterne til at være rådgiver og udvikler af løsninger og produkter med ekstern sourcing af selve tryk/print produktionen.

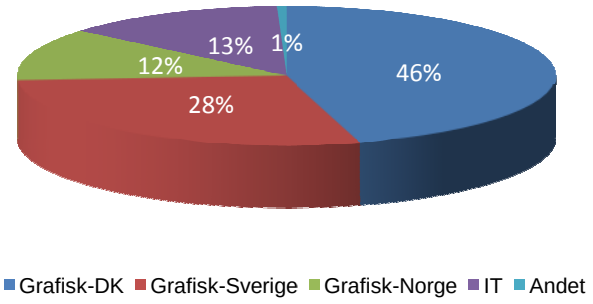
Bording har dertil en software-division, der p.t. primært udvikler og leverer Pont-of-Sales samt logistikløsninger til danske butikskæder. Division lancerer i 2009 et grafisk kommunikationsstyringssystem med internationalt salgspotentiale.

Udvikling i omsætning og EBIT



Kilde: Praetorian Research

Omsætningsfordeling (2007)



Kilde: Praetorian Research

F.E. Bording

18. marts 2009

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.