

Frem og tilbage i med- og modgang

Bordings regnskab for 3. kvartal viser en omsætnings- og indtjeningsmæssig tilbagegang pga. bl.a. den økonomiske krise, men også forbedret indtjeningsevne fra omstilling af selskabet fra traditionel grafisk virksomhed til en moderne koncern funderet på it-baseret grafisk outsourcing. Trods p.t. svage markedsudsigter fastholder vi derfor en positiv forventning til aktiekursen.

- Investeringscase intakt** Vi anser investeringscasen for værende intakt og forventer derfor en langsigtet positiv værdiskabelse i selskabet og en positiv kursudvikling. Investeringscasen i Bording er baseret på fremgang i indtjeningsevnen til en EBIT-margin i niveauet 10% (4,2% i 2007) som følge af en ændring af forretningsmodellen fra tryk til grafisk salg og rådgivning, lønsomme akkvisitioner samt udvikling og salg af nye it-baserede produkter til medievirksomheder. I 3. kvartal opnåede Bording således trods omsætningstilbagegang på 2% i den grafiske division et resultat på niveau med 3. kvartal sidste år. Divisionen It-Kommunikation, der er eksponeret over for detailsektoren, havde en omsætningstilbagegang på 17% år/år i kvartalet, da nye produkter som relanceringen af BordingNet først kommer på markedet i 2009.
- Forventninger fastholdes** Bording forventer, at årets omsætning bliver 5% lavere end sidste år mod tidligere en forventning om en omsætning på samme niveau. Til gengæld fastholdes forventningen om et resultat før skat på DKK 28-33 mio. eksklusiv (negativ) værdiregulering af aktierne i Klimax og 2Trace. Vi anser, at Bordings fastholdelse af indtjeningsforventningerne er udtryk for, at Bording fortsat skærer tabsgivende og lavmarginal omsætning fra samt, at de nye forretningsområder bidrager med en relativt højere indtjening. Således ser vi ingen grund til at ændre vores langsigtede forventning til en positiv udvikling i indtjeningsevnen.
- BordingNet først i 2009** Vi havde forventet, at Bording senest i 4. kvartal i år ville lancere en væsentlig opgradering af BordingNet med en Web2Publishing-løsning. Opgraderingen af programmet indeholder væsentlige, langsigtede indtjeningsmuligheder, såfremt det opnår succes. Lanceringen vil dog først ske i 1. kvartal 2009, hvorfor vi ikke venter at se en indflydelse på aktiekursen fra BordingNet før tidligst ultimo 2009.
- Et kvartal i minus** 3. kvartal viste et fald i omsætningen fra DKK 116 mio. til DKK 111 mio. (-5%) og et fald i det primære resultat (EBIT) fra DKK 3,1 mio. til DKK 0. Nettoresultatet i kvartalet blev DKK 0,3 mio. mod DKK 1,9 mio. sidst år - i store træk svarende til værdireguleringen på aktierne i Klimax og 2Trace, noteret på Dansk AMP.

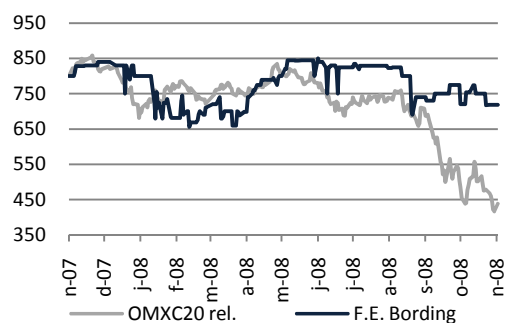
ANBEFALING

Kort sigt	Køb
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	950
Kursforventning 6-12 md. DKK	1.200
Aktiekurs, DKK	720

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	829	850	850
Lav	690	690	656
Absolut	-13%	-15%	-10%
Relativ	26%	29%	36%

Markedsværdi (DKK mio.)	243
Antal aktier	337.960

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

Næste regnskab: ÅR 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

26. november 2008

Kvartalsoppgørelse

	2007				2008			
	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal
Omsætning								
Danmark	66	61	54	59	61	56	53	
Sverige	42	34	32	42	34	40	31	
Norge	18	15	14	17	17	15	13	
IT	18	16	16	21	17	18	13	
Andet	1	1	1	1	1	1	0	
I alt	145	128	116	139	130	129	111	
Resultat før skat								
Danmark	-0,5	-2,3	0,5	0,0	0,3	2,1	0,2	
Sverige	1,5	1,2	0,0	2,4	2,2	0,8	0,4	
Norge	1,3	1,3	1,2	2,1	1,0	0,7	0,5	
IT	1,0	1,6	-0,1	3,1	1,0	0,3	-1,0	
Andet	1,6	2,5	0,9	0,9	-0,3	-0,5	-0,1	
I alt	4,8	4,2	2,6	8,7	4,2	3,4	-0,1	

F.E. Bording

26. november 2008

NØGLETAL

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Kursrelaterede						
P/S	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	54,2	12,5	17,3	15,2	9,6	6,6
K/I (markedsværdi/egenkapital)	1,4	2,5	2,4	1,8	1,6	1,3
EV/Omsætning	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	10,4	8,1	9,1	7,6	5,8	4,3
EV/EBIT	196,2	16,4	17,0	14,6	9,8	6,6
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	0,4	8,0	7,7	8,7	12,4	17,3
ROE (%)	2,6	19,6	13,9	12,2	16,4	19,8
ROIC (%)	0,5	7,6	7,4	8,1	10,8	14,9
Udbytteafkast (%)	3,2	1,5	1,4	1,7	2,8	4,0
Udbytteandel (%)	175,6	19,1	25,0	20,8	25,5	25,6
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	31	34	37	42	47	52
Gearing (%)	113	96	67	56	33	11
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	6,8	62,8	48,0	57,6	78,5	113,3
Udbytte pr. aktie	12,0	12,0	12,0	12,0	20,0	29,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	233	385	376	348	329	305
Markedsværdi	125	266	281	243	243	243
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	370	788	830	720	720	720

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.						
	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Nettoomsætning	536	559	528	506	519	546
EBITDA	22	47	41	46	57	71
<i>EBITDA-margin (%)</i>	4,2	8,5	7,8	9,1	10,9	13,0
EBIT	1	23	22	24	34	46
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	0,2	4,2	4,2	4,7	6,5	8,5
Netto finansposter	0	3	-2	-9	0	3
Resultat før skat	1	26	20	23	34	49
Resultat efter skat	2	21	16	19	27	38
<i>Resultatgrad (%)</i>	0,4	3,7	3,0	3,8	5,1	6,9
Balance DKK mio.						
	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Immaterielle aktiver	1	9	12	20	21	21
Materielle aktiver	119	120	107	96	87	77
Finansielle aktiver	4	13	16	29	34	40
Varebeholdninger	54	40	36	35	36	38
Tilgodehavende	110	132	125	121	124	131
Likvid beholdning	7	5	16	12	26	47
Aktiver i alt	294	319	311	314	328	354
Egenkapital	90	108	116	132	154	186
Minoriteter	0	0	0	0	0	0
Hensættelser	11	15	15	15	15	15
Langfristet gæld	60	57	46	41	36	31
Kortfristet rentebærende gæld	49	52	49	46	41	36
Leverandørgæld	72	77	75	71	73	77
Anden gæld	12	9	10	9	9	9
Passiver i alt	294	319	311	314	328	354

INVESTERINGSCASE

Investeringscasen i Bording 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 akquisitioner i Skandinavien/Norden
- Skjulte værdier i ejendomme i niveauet 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 marginalpres fra konkurrenter og konjunkturedgang

MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Væsentlig øget indtjening fra værdiskabende opkøb
- International succes med salg af kommunikationsstyringssystemet 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 et højere indtjeningsniveau, der retfærdiggør en rabat til DCF (DKK 1.180 pr. aktie) på 25-30% samt en prisfastsættelse af de skjulte værdier på DKK 180 pr. aktie.

På langt sigt vil fortsat lavere rabat og prisfastsættelse af BordingNet være drivere for kursen.

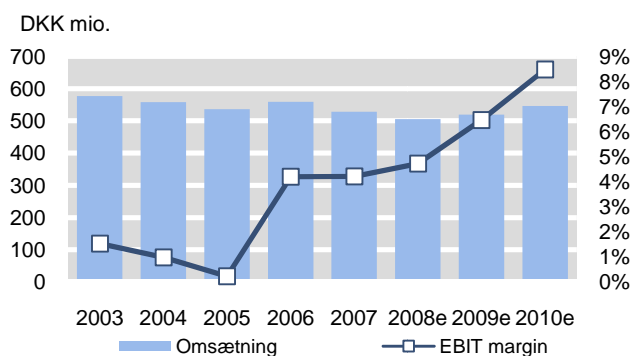
Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	950
6-12 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	1.200

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.

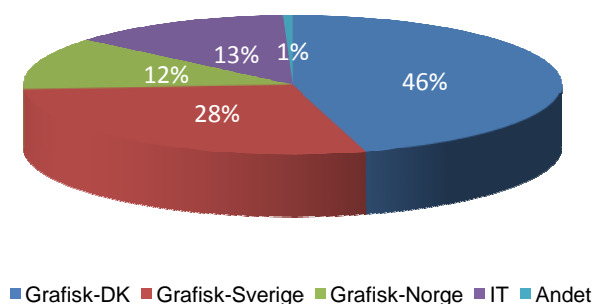
Bording har dertil en software-division, der p.t. primært udvikler og leverer Pont-of-Sales samt logistikløsninger til danske butikskæder. Division ventes i 2008 at lancere et grafisk kommunikationsstyringssystem med internationalt salgspotentiale.

Udvikling i omsætning og EBIT



Kilde: Praetorian Research

Omsætningsfordeling



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.