

Frasalg styrker strategien

Med frasalg af 50% af kurvertfabrikken A-mail Kuverter fortsætter Bording strategien om at sælge serviceydelser og mindske egenproduktion af fysiske produkter. Salget ser til tyske Mayer-Kuvert-Network, hvorved Bording samtidig får en stærkere Skandinavisk position på kuvertområdet. Vi fastholder derfor vores Køb-anbefaling med en langsigtet kursforventning på DKK 1.200.

- **Avance på DKK 8 mio.** Salget af 50% af A-mail pr. 1 november 2008 giver Bording en avance på DKK 8 mio. Selskabet hæver derfor sin forventning til årets resultat før skat med DKK 8 mio. til DKK 28-33 mio. eksklusiv værdiregulering af beholdningen af Klimax aktier. Da denne aktiebeholdning er faldet DKK 6 mio. i værdi i år hæver vi vores forventning til resultatet før skat fra DKK 21 mio. til DKK 25 mio.
- **Styrket position** Mayer er en af de største aktører inden for kuvertmarkedet i Europa. Ved at få Mayer som medejer opnår A-mail en styrket position i Skandinavien og dermed mulighed for at hæve resultatniveauet fra det eksisterende på ca. DKK 2 mio. Ved at være medejer opnår Bording sikkerhed for kuvertleverancer uden selv direkte at have egenproduktionen.
- **Positiv kursforventning** Vores positive forventninger til Bordings kursperformance er baseret på de positive indtjenings effekter af Bordings fortsatte forandringsproces fra produktionsvirksomhed til serviceleverandør. Vi forventer, at indtjeningsfremgangen fra forandringsprocessen vil overskygge den forventede nedgang i reklamemarkedet de næste par år. Dertil har Bording skjulte ejendomsværdier for ca. DKK 180 pr. aktie. Endelig vil Bording snart lancere en ny version af BordingNet, der, jf. vores initialanalyse, på sigt har potentialet til markant at løfte Bordings indtjeningsniveau.

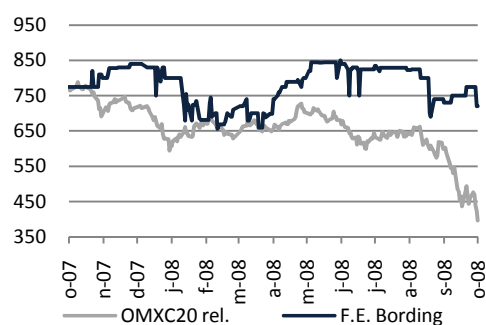
ANBEFALING

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	835	850	850
Lav	690	690	656
Absolut	-12%	-5%	-7%
Relativ	27%	37%	44%

Markedsværdi (DKK mio.)	243
Antal aktier	337.960

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

Næste regnskab: 3. kvartal 26.11.2008

F.E. Bording

28. oktober 2008

NØGLETAL

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Kursrelaterede						
P/S	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
P/E (markedsværdi/nettoresultat)	54,2	12,5	17,3	19,4	9,1	6,3
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	0,5
EV/EBITDA	10,4	8,1	9,1	7,4	5,6	4,1
EV/EBIT	196,2	16,4	17,0	13,9	9,3	6,2
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	0,4	8,0	7,7	9,0	12,7	17,7
ROE (%)	2,6	19,6	13,9	9,4	17,1	20,4
ROIC (%)	0,5	7,6	7,4	8,5	11,2	15,5
Udbytteafkast (%)	3,2	1,5	1,4	1,7	2,9	4,2
Udbytteandel (%)	175,6	19,1	25,0	19,8	25,3	25,1
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	31	34	37	42	47	52
Gearing (%)	113	96	67	59	33	11
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	6,8	62,8	48,0	60,7	82,9	119,4
Udbytte pr. aktie	12,0	12,0	12,0	12,0	21,0	30,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	233	385	376	352	331	306
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	536	551	579
EBITDA	22	47	41	47	59	74
<i>EBITDA-margin (%)</i>	4,2	8,5	7,8	8,8	10,7	12,7
EBIT	1	23	22	25	36	49
<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	25	36	52
Resultat efter skat	2	21	16	21	28	40
<i>Resultatgrad (%)</i>	0,4	3,7	3,0	3,8	5,0	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	37	38	40
Tilgodehavende	110	132	125	128	132	138
Likvid beholdning	7	5	16	9	24	46
Aktiver i alt	294	319	311	320	336	364
Egenkapital	90	108	116	133	157	190
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	76	78	82
Anden gæld	12	9	10	9	9	10
Passiver i alt	294	319	311	320	336	364

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.

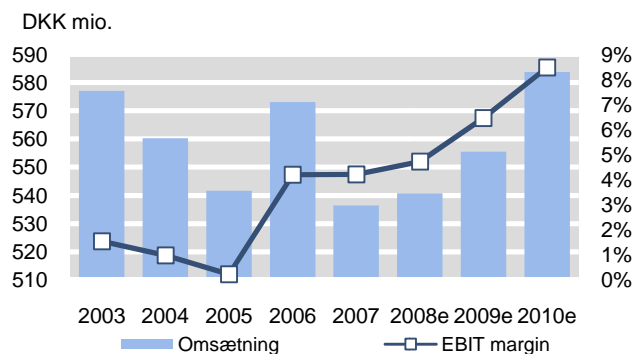
Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	950
6-12 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	1.200

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

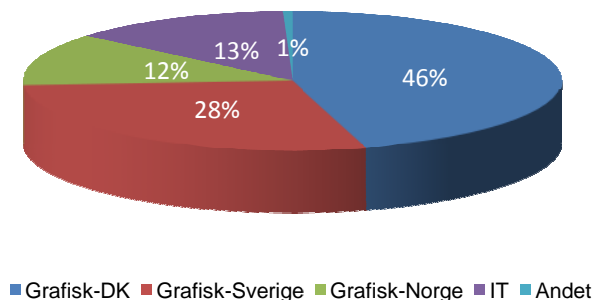
Bording sælger og producerer en lang række grafiske løsninger og produkt til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Selskabet har skiftet fokus fra selv at producere produkterne til at være rådgiver og udvikler af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



Omsætningsfordeling



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.