

Bording

F.E. Bording A/S Tlf. : +4570115011
Turbinevej 4-6 Fax : +4544515282
DK-2730 Herlev CVR. nr. : 1622941
www.bording.dk

OMX Den Nordiske Børs
Nikolaj Plads 6
1007 København K

Herlev, den 26. august 2008

Analysedækning

Hermed videresendes initialanalysen for F.E.Bording A/S. Selskabet har indgået en research pro-
vider aftale med Praetorian Research. Selskabet har ingen indflydelse på de konklusioner og
anbefalinger, som Praetorian Research udtrykker i sin analyse af selskabet.

Med venlig hilsen

Hans Therp
F.E.Bording A/S

Fra grim ælling til...

Vi initierer analysedækning af F.E. Bording med anbefalingen Køb på kort sigt med kurstarget DKK 950 og anbefalingen Køb på langt sigt med kurstarget DKK 1.200. Markant løft i indtjening fra endt omstrukturering og opkøb de næste år, skjulte ejendomsværdier for DKK 180 pr. aktie og nyt grafisk kommunikationsstyringsystem med internationalt potentiale ventes at støtte en højere kurs.

- Forvandlingen snart fuldendt** Bordings forvandling fra tabsgivende trykkerivirksomhed til en grafisk salgs- og rådgivningsvirksomhed med høje marginaler er stort set ved vejs ende. Med fraværet af tabsgivende produktionsenheder kan selskabet nu koncentrere sig om mere end fordoble EBIT-marginalen fra niveauet 4% i løbet af de næste 2-3 år.
- Jokeren** Kommunikationsstyringsystemet BordingNet repræsenterer den store joker for den langsigtede værdi af Bording. Ultimo 2008 relanceres BordingNet med det formål også at sælge selve systemet på samme måde som økonomistyringsystemer. En international succes for systemet er absolut mulig med Bordings historiske position i den grafiske branche. I så fald har BordingNet potentialet til inden for relativt få år at opnå en markedsværdi, der er væsentlig større end hele Bordings på p.t. ca. DKK 280 mio.
- Stærkt forbedret indtjeningsevne** EBIT-marginalerne i de to nye associerede selskaber, ProGrafica og Jysk Formular Print i niveauet 18% indikerer hvor stor den potentielle forbedring af Bordings EBIT-margin på p.t. ca. 4% er, når omstillingsprocessen er tilendebragt. Vi estimerer med et langsigtet EBIT-niveau på 7-8% for Bordings division Grafisk Kommunikation.
- Værdiskabende opkøb** Bordings fire opkøb i år med en samlet omsætning på ca. DKK 125 mio. giver ikke blot Bording adgang til sourcing og nye services og kunder, men også en god forrentning af den investerede kapital.
- Skjulte værdier for DKK 180 pr. aktie** Vi estimerer, at værdien af F.E. Bordings ejendomme er ca. DKK 80 mio. større end den bogførte værdi, svarende til netto DKK 180 pr. aktie. Bording har afskrevet på sine bygninger, således at de nu er bogført til ca. DKK 75 mio. under den offentlige værdi, som vi antager, er lavere end markedsværdien.

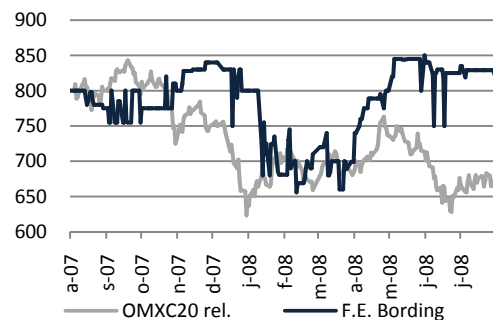
ANBEFALING

Kort sigt	Køb
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	950
Kursforventning 6-12 md. DKK	1.200
Aktiekurs, DKK	829

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSDVIKLING 12 måneder



Kilde: Praetorian Research

DKK	1 md.	6 md.	12 md.
Høj	835	850	850
Lav	819	656	656
Absolut	0%	21%	3%
Relativ	-3%	25%	18%

Markedsværdi (DKK mio.)	278
Antal aktier	337.960

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

Næste regnskab: H1	27.08.2008
--------------------	------------

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

Investeringscasen

Køb	<p>Vi initierer analysedækning af F.E. Bording (Bording) med en Køb-anbefaling og kurstarget DKK 950 på kort sigt og en langsigtet Køb-anbefaling med kurstarget DKK 1.200.</p> <p>Den kortsigtede anbefaling er baseret på, at det eksisterende kursniveau ikke til fulde prisfastsætter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • At Bordings omstilling fra tabsgivende trykkeri til et salgs- og rådgivningsselskab inden for grafisk kommunikation inden for 2-3 år vil medføre et løft i EBIT-marginalen til niveauet 10% fra det eksisterende niveau på ca. 4%. • At selskabet kan fortsætte med at vokse lønsomt via akquisitioner i Skandinavien/Norden • At der er skjulte værdier i ejendomme for ca. DKK 180 pr. aktie
Resultaterne fra omstillingen driver kursudviklingen	<p>På kort sigt er det den fortsatte omstilling af Bording fra tabsgivende trykkerivirksomhed til salgs-, IT- og rådgivningsvirksomhed inden for grafisk kommunikation den væsentligste driver for den fremtidige kursperformance.</p>
EBIT-margin ventes øget til ca. 10% - stadig markant lavere end muligt i brancherne	<p>Den allerede foretagne omstilling har løftet EBIT-marginalen til 4,2% i 2007. Lukning af fabrik i år, synergier fra de hidtidig fire opkøb i år samt yderligere driftsoptimering, forventer vi vil hæve indtjeningsevnen i år til niveauet 4,7%. Denne udvikling forventer vi vil blive accelereret de kommende år, hvorved EBIT-marginen inden for 3 år vil være i niveauet 10%, hvilket stadig er markant lavere end den indtjening som kan opnås i brancherne.</p>
EBIT-marginer på 18-19% hos opkøbte selskaber	<p>I år har Bording købt virksomheder og andele i virksomheder med en samlet omsætning på ca. DKK 125 mio. svarende til 25% af omsætningen i Bordings grafiske division. Opkøbene viser dels, at det er muligt for Bording at vokse hurtigt via akquisitioner dels, at det er muligt at opnå høj indtjening i branchen. Således har de to virksomheder Jysk Formular Print og ProGrafica EBIT-marginer i niveauet 18-19%.</p>
Ejendomme bogført ca. DKK 80 mio. under markedsværdien	<p>Bording afskriver på sine ejendomme, hvilket har medført, at de er bogført til under den offentlige vurdering. Forskellen er på ca. DKK 75 mio. Markedsværdien er ofte højere end den offentlige vurdering, hvorfor vi estimerer, at de skjulte værdier mindst svarer til DKK 80 mio. før skat eller netto ca. DKK 180 pr aktie.</p> <p>Den langsigtede anbefaling er dels baseret på den forventede, positive udvikling inden for Grafisk-IT, dels</p> <ul style="list-style-type: none"> • at Bording inden for 12 måneder offentliggør en målsætning for indtjeningen for koncernen/i de grafiske selskaber, • at kommunikationssystemet BordingNet bliver en international software succes.
Lancering af kommunikationssystem i 4. kvartal med globalt potentiale	<p>I 4. kvartal 2008 forventer Bording at lancere en ny og markant forbedret udgave af sit grafiske kommunikationsstyringssystem BordingNet til publicering af grafiske produkter på print og elektroniske medier. Med systemet vil virksomheder som noget nyt kunne administrere hele deres produktion og distribution af grafisk baseret kommunikation og derved spare tid og omkostninger samt minimere fejl.</p>
Salg af på samme måde som økonomistyrings-systemer	<p>I lighed med økonomistyringssystemer vil Bording sælge softwaren via partnere, der kan kundetilpasse systemet. Da der ikke findes lignende systemer på markedet er der mulighed for, at omsætningen fra dette program inden for få år vil være større end Bordings samlede omsætning p.t.</p>

Værdiansættelse

Kort sigt

**Indtjeningsløft
inddiskonteret i
kursniveauet**

Aktiemarkedet har på det eksisterende kursniveau på DKK 823 inddiskonteret, at der vil ske en markant forbedring af indtjeningen i Bording. Vi forventer, at de fulde indtjenings effekter fra omstillingen af Bordings grafiske aktiviteter først vil materialisere sig i løbet af de næste par år, hvorfor indikationer på, at selskabet fortsat bevæger sig i den retning, vil være afgørende for kursudviklingen.

**Sænkning af
risikopræmien og
fokus på skjulte
værdier vil løfte
kursen på kort sigt**

Vi forventer at investeringscasen inden for en 6-måneders periode vil blive styrket gennem resultatforbedringer og lancering af det nye BordingNet, hvilket vil sænke risikopræmien. Dertil forventer vi, at øget fokus på de skjulte ejendoms værdier på kort sigt vil hæve kursniveauet. Vi initierer derfor dækning af Bording med et kortsigtet kurstarget på DKK 950.

**DCF-analyse indikerer
værdi på DKK 1.180
pr. aktie**

Vores DCF-analyser indikerer en værdi af Bording på ca. DKK 400 mio. inklusiv værdien af aktierne i Dansk AMP-noterede Klimax, men eksklusiv merværdien af selskabets ejendomme svarende til DKK 1.180 pr. aktie. Den fortsat eksisterende usikkerhed omkring niveauet for Bordings indtjeningsniveau efter endt omstilling medfører, at vi anser en rabat på 25-30% for rimelig, svarende til DKK 827-886 pr. aktie.

**Ca. DKK 180 pr. aktie
i skjulte værdier**

Forskellen mellem den bogførte værdi og markedsværdien af Bordings ejendomme, estimerer vi til netto DKK 180 pr. aktie. Den bogførte værdi af ejendommene er DKK 56,2 mio. I 2006 var den offentlige vurdering af ejendommene DKK 131,1 mio. svarende til en forskel på DKK 74,9 mio. Markedsværdien af ejendommene forventer vi er højere end den offentlige vurdering, og estimerer, en forskel mellem den bogførte værdi og markedsværdien til DKK 80 mio. Efter skat svarer det til en værdi pr. aktie på DKK 183.

Langt sigt

**Forbedret indtjening
og lavere rabat**

På længere sigt er det fortsat forbedring af indtjeningsniveauet i Grafisk Kommunikation, der er det bærende for en lavere rabat og dermed en højere kursfastsættelse. Årsregnskabet 2008 forventer vi vil indeholde oplysninger om målsætninger og indtjeningsestimater, der vil sænke rabatten og løfte kurstarget yderligere op imod niveauet DKK 1.350.

**BordingNet den store
joker**

På 12-måneders sigt vil kursen tillige kunne indeholde en begyndende værdiansættelse af det nye BordingNet som selvstændigt grafisk kommunikationsstyringssystem. Vi anser derfor sandsynligheden for yderligere kursstigninger på længere sigt som gode og initierer dækning af Bording med et langsigtet kurstarget på DKK 1.200.

F.E. Bording

Fra bogtrykkeri i 1792 til leverandør af grafiske kommunikationsløsninger

Bording har eksisteret siden 1792, hvor det startede som en lille bogtrykkerbutik i hjertet af København. Siden blev Bording en betydende dansk samt en skandinavisk produktbaseret leverandør, typisk som trykkeri. Efter en gennemgribende omstilling af virksomheden de seneste år, er Bording blevet en skandinavisk løsnings- og procesorienteret virksomhed inden for grafisk kommunikation.

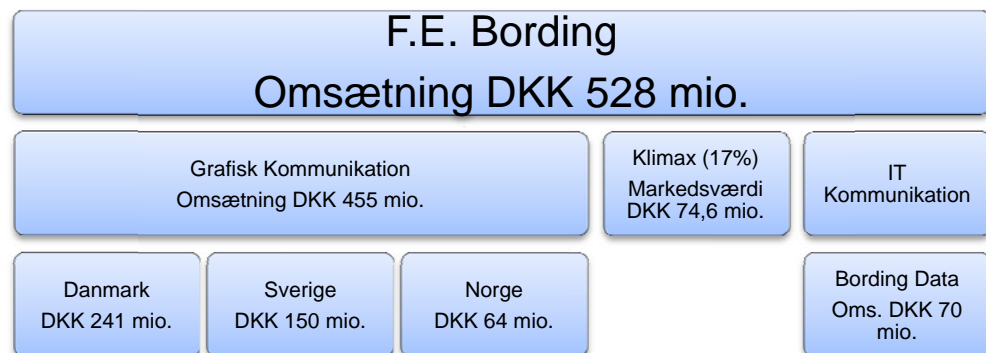
IT selskab

Dertil er Bording en IT-virksomhed, der primært leverer løsninger til danske detail-, handels-, og servicevirksomheder.

17% af aktierne i Klimax

Bording ejer foruden en række associerede selskaber 17% af Klimax, der er noteret på Dansk AMP. Klimax, der har en samlet markedsværdi i niveauet DKK 75 mio., er en af Danmarks største producenter af selvklæbende etiketter. Klimax har ca. 30% af aktierne i 2Trace, der også er noteret på Dansk AMP. 2Trace sælger software og hardware inden for labels, herunder RFID, Print & Apply (print og påsætning af etiketter), inkjet printere og mobile computere.

Forretningsområder (omsætning i 2007)



Grafisk Kommunikation

Bording løser grafiske opgaver der udkommer på bl.a. papir og elektroniske medier

Forretningsområdet Grafisk Kommunikation løser opgaver for virksomheder inden for grafisk baseret kommunikation. Dette kan f.eks. være produktion af papirbaserede produkter som f.eks. direct mails (adresseret reklame) og smart mails (adresseret reklame, hvor kuverten er integreret), brochurer, kataloger, forskellige former for labels, formularer og brevpapir. Det kan også være produkter på elektroniske platforme som e-mail, web, SMS og MMS samt specialprodukter med stregkoder, magnetstriber m.v.

Rådgivning, broker af standardprodukter samt producent af avancerede produkter

Bordings ydelser består primært i at forestå produktionen af de forskellige produkter – en produktion, der for standardprodukter som f.eks. simple former for offset tryk typisk er outsourcet til eksterne leverandører og trykkerier, hvorved Bordings ydelser består af rådgivning og som broker på selve produktionen. Mere komplekse produkter, som digitaltryk/direct marketing producerer Bording selv eller hos associerede selskaber.

Konsulentbistand, internetløsninger, lagerhotel m.v.

Foruden salg og produktion af produkterne yder Bording analyse af og rådgivning omkring produkter og løsning af virksomheders grafisk kommunikation samt giver via internetportalen BordingNet kunderne mulighed for at bestille og udsende produkter. Dertil yder Bording en lang række forskellige services i tilknytning til den grafiske kommunikation, herunder f.eks. lagerhotel og internetbaserede formular- og blanketsystemer.

IT Kommunikation

IT kommunikation er bedre indtjenende

Området IT-kommunikation består hovedsageligt af IT-virksomheden Bording Data. Med en omsætning på DKK 70 mio. bidrager Bording Data kun med ca. 13% af koncernomsætningen, men leverer ca. 25% af koncernens primære

resultat.

**Dagblade og
butikskæder er de
primære kunder**

Bording Data udvikler og leverer en lang række forskellige softwareløsninger til virksomheder. De primære kunder er butikskæder, som man leverer Point of Sales systemer (POS/kasseterminalsoftware) og logistiksystemer til samt dagblade, hvortil man leverer abonnementsystemer. Dertil leverer Bording Data bl.a. brev/e-mail udsendelsessystemer til det offentlige og virksomheder samt betallingssystemer til Øresundsbroen.

**BordingNet: Internet-
publiceringssystem**

Bordings webbaserede system BordingNet, der er et e-handels- og publiceringssystem, er udviklet af Bording Data. BordingNet ventes udgivet i en væsentlig opraderet version, der også skal sælges som et selvstændigt grafisk kommunikationsstyringssystem.

Grafisk Kommunikation

En sektor i historisk opbrud

Den grafiske sektor, der i Skandinavien omsætter for ca. DKK 12 mia., har været udsat for en skelsættende udvikling det seneste årti i forbindelse med, at en stor del af den grafiske kommunikation er blevet flyttet fra tryk (papir) til elektroniske medier som Web (hjemmesider), e-mail, SMS og MMS. Dette har medført konstant faldende omsætning inden for standard printprodukter på ca. 10% årligt, som f.eks. offset tryk, og faldende indtjeningsmarginaler for de traditionelle grafiske virksomheder.

Bording valgte at ændre strategi, og...

Dette har krævet, at selskaber med fokus inden for trykkeri har skullet ændre deres strategi og/eller fokus for dels at overleve, dels at sikre en god indtjening. Bording er et af disse selskaber, der valgte at ændre strategi og fokus fra trykkeri til salg, rådgivning samt udvikling af grafiske produkter og teknologier.

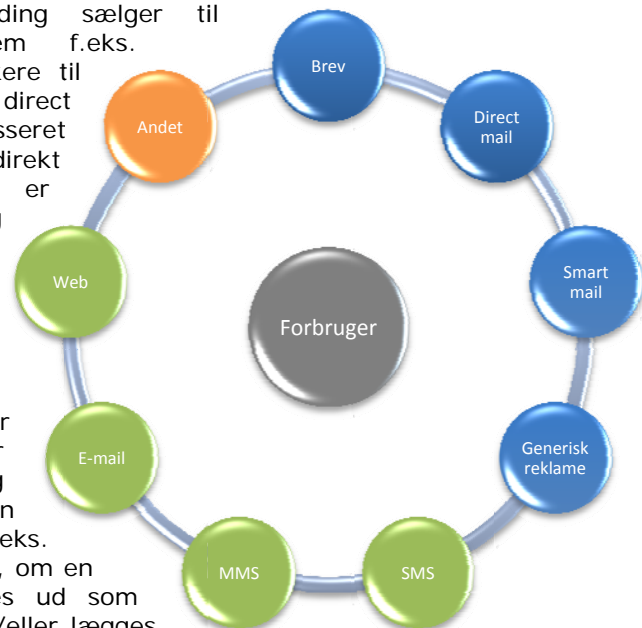
...har lukket aktivitet og købt nye

Bording har således lukket og afhændet underskudsgivende aktiviteter og købt selskaber med særlige kompetencer inden for IT-baseret grafik samt producenter af strategisk vigtige specialprodukter.

Grafik kommunikation det største forretningsområde

Bording leverer derfor nu en lang række og meget varierede serviceydelser inden for grafisk kommunikation til virksomheder.

De løsninger, som Bording sælger til virksomheder, giver dem f.eks. mulighed for at kommunikere til deres kunder via breve, direct mails (personlig adresseret reklame), smart mails (direkt mail, hvor kuverten er integreret), almindelig reklame, via elektroniske produkter som SMS, MMS, e-mail, Web samt gennem andre produkter som f.eks. billetter, labels eller kort.



Leverer løsninger der udmønter sig i f.eks. direct mails, SMS'er og webindhold

Som totalleverandør omfatter Bordings ydelser alt fra salg af og rådgivning om produkter til produktion af selve produktet og f.eks. systemer, der kan håndtere, om en reklame f.eks. skal sendes ud som både direct mail, e-mail og/eller lægges på virksomhedens hjemmeside.

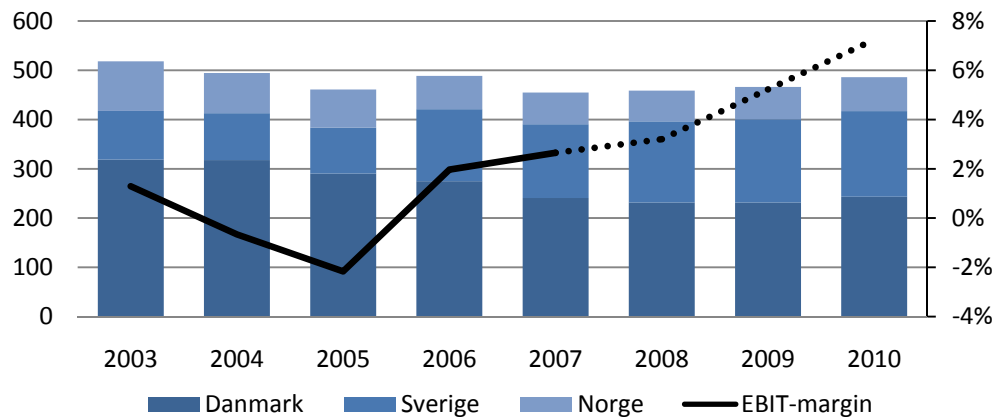
Standardprodukter sources hos underleverandører

I forbindelse med omstillingen fra produkt- til løsningsleverandør, producerer Bording eller dets associerede selskaber stort set kun specialprodukter, mens produktionen af lavmarginale standardprodukter er outsourcet til underleverandører.

Omsætningsvækst fra opkøb

Det fortsatte fald i omsætning af traditionelle grafiske printopgaver og -produkter samt Bordings fravalg af traditionelle opgaver med lav indtjening medfører, at vi estimerer med en fortsat negativ organisk omsætningsvækst i Grafisk Kommunikation og særligt i Danmark, hvor der har været den største produktion af traditionelle produkter. Med bidrag fra opkøb, estimerer vi derfor, at Grafisk Kommunikation de kommende år netto vil have en svag omsætningsvækst.

Grafisk Komm.: Omsætning (DKK mio.) og EBIT-margin 2003-2010e



Kilde: Praetorian Research

Opkøb for DKK 125 mio. i 2008

Bording har blot i år opkøbt selskaber med en samlet omsætning på ca. DKK 125 mio., hvoraf den største del dog er sket i associerede selskaber, der ikke konsolideres ind i koncernregnskabet. De associerede selskaber giver dog også omsætning i selve Bording, og dertil viser de foretagne opkøb, at muligheden for markant vækst fra opkøb er tilstede.

Væsentlig forbedring af EBIT

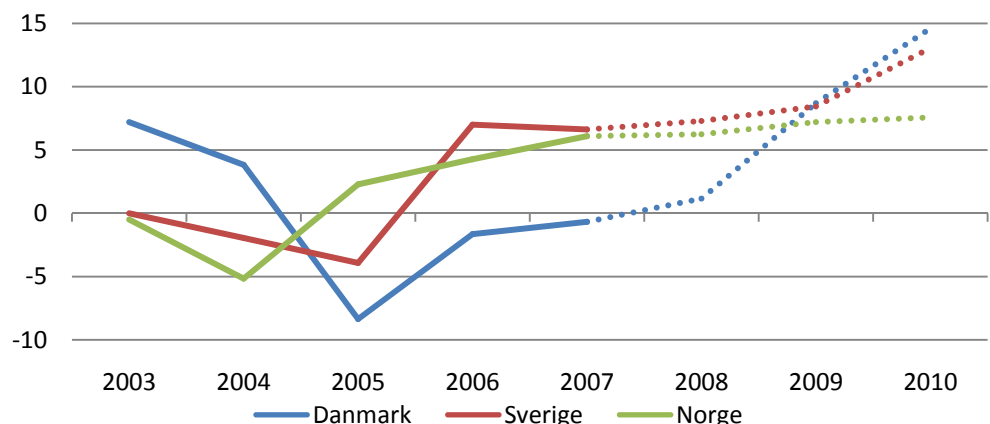
Indtjeningsevnen i Grafisk Kommunikation, forventer vi, vil stige markant de næste 2-3 år fra en EBIT-margin på 2,7% i 2007 til et niveau på ca. 7% i 2010. Den kraftige forbedring af indtjeningsevnen baserer vi på:

- Lukning af tabsgivende aktiviteter
- Bedre produktmiks med højere EBIT-margin
- Optimering og effektivisering

Danmark og Sverige skal drive indtjeningen op

Da Bording ikke længere har nogen produktion i Norge, men alene har en salgs- og rådgivningsfunktion der, forventer vi, at indtjeningsforbedringen primært skal komme fra aktiviteterne i Danmark og Sverige. Lukningen af produktionen i Norge har medført en markant forbedring af indtjeningen fra underskud til en EBIT-margin på 9,5% i 2007. På grund af et bredere produktprogram i Sverige og Danmark forventer vi ikke, at disse lande kan nå op på helt tilsvarende EBIT-margin, hvorfor vi for disse to lande estimerer med en EBIT-margin på 8% i 2010, svarende til samlet ca. DKK 28 mio. mod DKK 6 mio. i 2007.

EBIT pr. land 2003-2010e (DKK mio.)



Kilde: Praetorian Research

Kuvertfabrikation til salg?**Lukning af tabsgivende aktiviteter**

Den tabsgivende produktion i Odder er lukket i år, hvilket fra 2008 vil medføre en markant forbedring af den primære drift i Danmark. Herefter har Bording kun få lavmarginale produktionsvirksomheder tilbage, herunder kuvertaktiviteterne. Disse indgår i et internationalt samarbejde med en international aktør, hvorfor der er mulighed for, at kuvertaktiviteterne også inden for få år vil blive solgt.

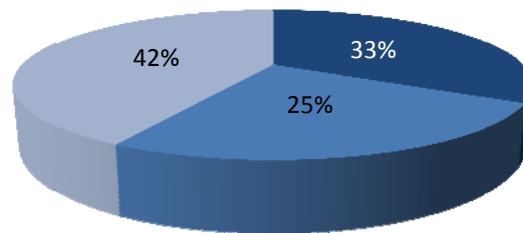
Bording, vil dog selvom tabsgivende og lavmarginale produkter er blevet afhændet, stadig kunne tilbyde sine kunder disse produkter, men kun som broker, og såfremt indtjeningen er tilstrækkelig stor.

Bedre produktmiks med højere margins

Fravalg af ordre og fokus på høje margins

Foruden lukning og salg af tabsgivende eller lavmarginale produktioner, fokuserer Bording på produkter og services, hvor indtjeningen er høj. Dette indebærer dels fravalg af ordrer og kunder med lav indtjening, dels udvikling og opkøb af produkter og services med høj margin. Som eksempel herpå har Bording fokuseret på direct mail og smart mail, der nu udgør ca. 33% af omsætningen i Grafisk Kommunikation.

Omsætningsfordeling i Grafisk Kommunikation (2007)



■ Direct/Smart mail ■ Specialformularer ■ Andet

Kilde: Praetorian Research

Vækst for direct og smart mail

Direct mail og Smart mail er kendetegnet ved at være reklame adresseret til den enkelte modtager og for smart mails vedkommende ved, at kuverten er en integreret del af reklamen. Den personlige adressering betyder, at reklamen ved anvendelse af digitalprint kan udformes unikt til hver enkelt modtager, og derved muliggør meget og hidtil uset målrettet markedsføring. Trods de højere printomkostninger ved direct og smart mail giver de unikke kommunikationsmuligheder, at der er en konstant vækst inden for direct og smart mail marketing.

Digitalprint giver højere margins

Vi forventer, at der vil ske et stadig større skift fra massekommunikation til smart/unik markedsføring, og dermed et større marked og forbrug af digitalprint, til f.eks. direct og smart mail. Bording har i år købt 40% af Jysk Formular Print, der trods navnet, er en førende danske producent af 4-farvet digitaltryk. Herved har Bording fået bedre muligheder for at sælge markedsføringsløsninger med en høj indtjening.

20-25% bruttoavance som broker

I takt med, at Bording for en større og større andel af salget har outsourcet selve produktionen og dermed agerer broker i større omfang, vil EBIT-marginalen stige. Som broker er bruttoavancen typisk i niveauet 20-25%, hvilket, som det ses af indtjeningen i Norge, er en lukrativ forretning.

Salg af løsninger og serviceydelser med højere margins

Med fokus på at være leverandør af løsninger frem for produkter, vil serviceydelser og elektroniske løsninger udgøre en stadig større andel af omsætningen. Da avancen på disse aktiviteter typisk er større end for produkter, vil indtjeningsevnen stige i takt med, at løsninger og konsulent ydelser udgør en stadig større andel af omsætningen.

Optimering og effektivisering

Omstillingsprocessen fra at være produktorienteret trykker til salg og leverandør af grafiske løsninger har været en radikal forandring af Bording – en forandring, der endnu ikke er helt tilendebragt.

Yderligere optimering mulig i Danmark

Vi forventer derfor, at der fortsat er muligheder for at optimere organisationen til den nye struktur og det relativt nye fokus. Særligt i Danmark, hvor medarbejderstaben er størst og genererer den laveste indtjening pr. medarbejder, anser vi mulighederne for optimering for størst.

Akkvisitioner

Opkøb er en væsentlig del af Bordings strategi, og selskabet har det nødvendige

kapitalberedskab til at udføre den. Der er generelt tre forskellige formål med opkøbene:

- at opnå øget omsætning (køb af markedsandele)
- at skaffe sig nye produkter og services
- at sikre sig muligheden for sourcing af særlige produkter samt knytte strategiske partnerskaber

Gode muligheder for opkøb

Den grafiske sektor er meget fragmenteret, hvorfor vi anser Bordings muligheder for at foretage opkøb inden for alle tre formål for gode. Bordings markedsandel i Sverige og Norge er lavere end den danske. Vi forventer derfor, at særligt opkøb, der giver øget omsætning, primært vil blive foretaget på disse markeder.

Bording sikrer sig typisk sourcingmuligheder og partnerskaber ved opkøb af under 50% af aktierne i de pågældende selskaber. Disse selskaber bliver behandlet som associerede selskaber, hvorfor deres omsætning og primære resultat ikke indgår i Bordings koncernresultat.

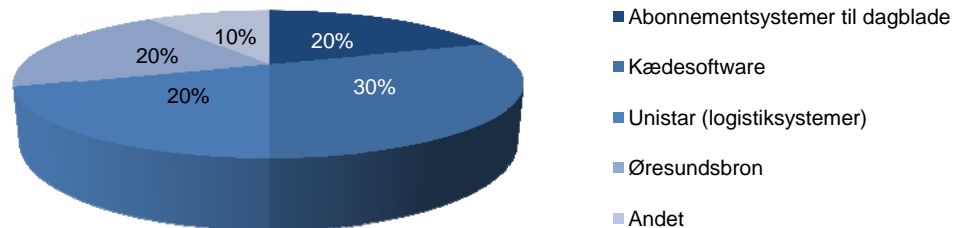
I år har Bording investeret i følgende selskaber:

- **Jysk Formular Print (40%)**
Selskabet er specialist inden for digitalprint, herunder smart mail med både digital print og offset tryk. Primært resultat i 2007 på DKK 6,2 mio. og en estimeret omsætning i niveauet DKK 35 mio. svarende til en EBIT-margin på ca. 18%.
- **ProGrafica (40%)**
Selskabet er broker og grafisk IT-rådgiver på det danske marked. Primært resultat i 2007 på DKK 8,4 mio. og en estimeret omsætning på ca. 50 mio. svarende til en EBIT-margin på ca. 17%.
- **Mailit (51%)**
Nødlidende Svensk IT-firma, der leverer et dynamiske kampagnestyringssystem (tryk, e-mail, SMS). Omsætning i 2007 ca. SEK 30 mio.
- **GraphicSource (100%)**
Et lille dansk selskab med en omsætning i niveauet DKK 15 mio., der har knowhow inden for outsourcing af DTP-ydelser til Bangladesh.

IT-Kommunikation

IT-Kommunikation består hovedsageligt af Bording Data, der p.t. er en relativ lille softwarevirksomhed med en portefølje af forskellige B2B produkter og en omsætning i niveauet DKK 70 mio. Det er dog Bordings målsætning, at Bording Data inden for en kortere årrække også gennemgår en transformation, således at det væsentligste fokus for Bording Data vil være Grafisk IT. I samarbejde med en partner har Bording etableret en IT-virksomhed i Bangladesh, der med p.t. ca. 30 medarbejdere bistår med udvikling af produkter.

Omsætningsfordeling på produkter i 2007



Kilde: Praetorian Research

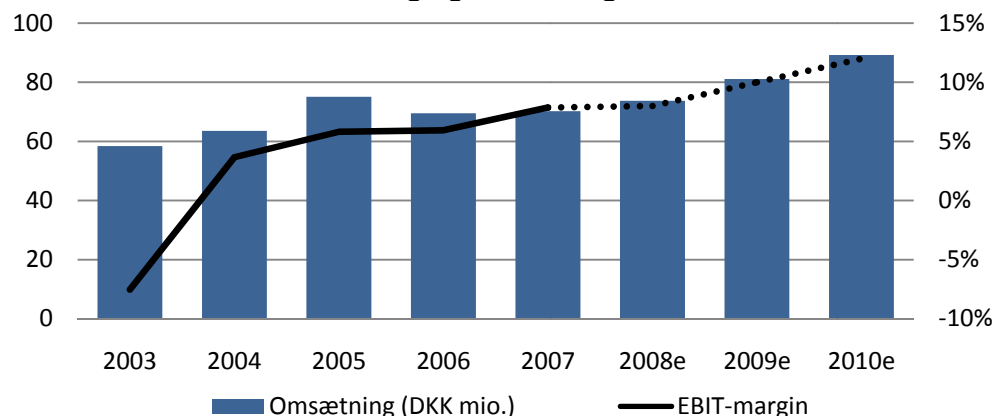
Butikskæder/Dansk Supermarked er store kunder

Produktet med den største omsætning er Point-of-Sales (POS) software til butikskæder (software til styring af kasseterminaler m.v.), hvor Dansk Supermarked er en af de største kunder. De øvrige større produkter er logistiksystemer til butikskæder, abonnementsystemer til dagblade samt betalingssystem til Øresundsbron. For alle disse systemer gælder, at Bording dels får en fast årlig indtægt fra antallet af installerede applikationer dels får betaling for installering af nye systemer, som når der f.eks. etableres nye kasseterminaler i Netto.

Relativ høj indtjening kan blive højere

Indtjeningen på IT-produkterne er relativ høj i forhold til indtjeningen inden for Grafisk Kommunikation. Således var EBIT-marginen 7,9% i 2007 mod 2,6% for de grafiske aktiviteter. Nogle af de større aftaler er indgået på relativt lave margins, hvorfor nye produkter formentlig vil kunne hæve indtjeningsevnen i IT-divisionen.

IT-Kommunikation: Omsætning og EBIT-margin 2003-2010e



Kilde: Praetorian Research

e-handels og publiceringssystem

Ny fremtid med og for BordingNet

Et af de grafiske IT-produkter, som Bording Data har udviklet, og som Bording sælger, er BordingNet. BordingNet er et internetbaseret e-handels og publiceringssystem, der giver Bordings kunder mulighed for bl.a. at afgive ordre, følge produktionsforløb, foretage lageraftræk samt skabe og bestille materiale som visitkort og færdigproducerede kataloger.

I 4. kvartal 2008 ventes en ny version af BordingNet lanceret, hvilket dels skulle blive et avanceret grafisk kommunikationsstyringssystem, men også et system, der skal sælges som uafhængigt software i lighed med f.eks. økonomisystemer.

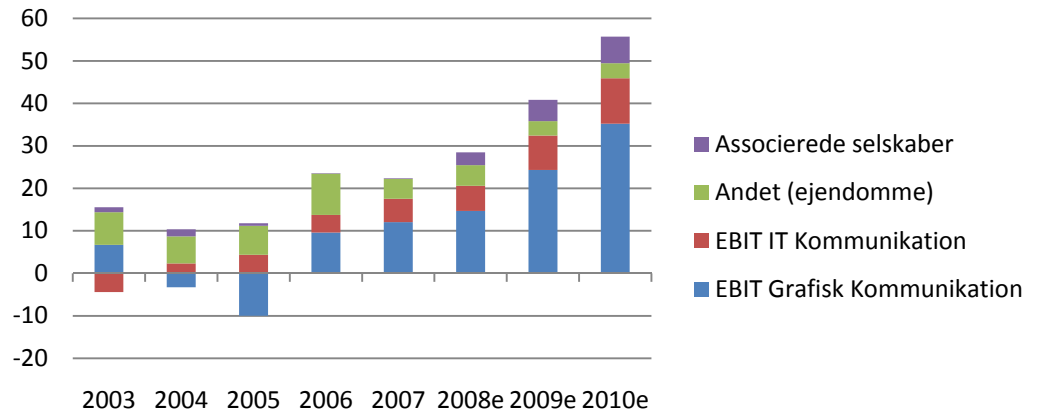
Web-to-print ny (killer) applikation	De nye funktioner i BordingNet er en lang række web-to-print funktioner, der giver kunderne mulighed for også at lave det grafiske layout, indhold, rettelser, korrektur m.v. via Internettet. Herved får kunderne ét internetbaseret system, de kan anvende til langt de fleste af deres grafiske opgaver. Bording forventer, at web-to-print vil blive den "killer applikation", der sikrer BordingNet stor succes.
Selvstændigt software/system	I modsætning til det eksisterende BordingNet, vil det nye BordingNet blive solgt som et selvstændigt system til andre selskaber inden for den grafiske branche, der som forhandlere vil sælge og implementere det hos deres kunder. Således vil distributionen af BordingNet ligne økonomisystemer, der sælges via partnere, der sælger og tilretter systemet til den enkelte kunde/bruger.
Globalt potentiale	Som rent software, kan BordingNet sælges globalt, da det er udformet på hovedsprogene samt de skandinaviske, ikke er tilknyttet Bordings grafiske produkter og, da implementeringen hos den enkelte bruger/kunde vil blive foretaget af lokale partnere.
Valg af distributør væsentlig for international succes	Bording har dog ikke nogen salgsorganisation uden for Skandinavien, hvorfor vi forventer, at Bording vil finde en distributionspartner inden for den grafiske sektor, som har en global tilstedeværelse. Vi anser derfor valg af partner for at være den væsentligste faktor for international succes for BordingNet, givet at systemet har den nødvendige funktionalitet.
Væsentligt indtjeningspotentiale	Med en global distributionspartner og et konkurrecedygtigt grafisk kommunikationsstyringsystem vil BordingNet have potentiale til at opnå et salg på et trecifret millionbeløb inden for en kortere årrække. Med en høj indtjening på salg af softwarelicenser, er indtjeningspotentialet således også væsentligt.
Vi estimerer dog endnu ikke med salg af software	De p.t. store usikkerhedsmomenter vedrørende såvel lanceringen af systemet som distributionen af det, medfører, at vi ikke i vores estimer har indregnet selvstændigt salg af BordingNet-licenser, men alene har indregnet en omsætningsfremgang som følge af Bordings salg af systemet til egne kunder.

Omsætnings- og indtjeningsestimater

Indtjeningsvækst forventes

Vi forventer, at Bording eksklusive opkøb vil have en moderat vækst i omsætningen, men en markant indtjeningsforbedring som følge af den strukturelle ændring af de grafiske aktiviteter, nyt fokus og ny strategi for Grafisk IT Kommunikation, samt resultatandele i de opkøbte og associerede selskaber.

Indtjening pr. forretningsområde 2003-2010e (DKK mio.)



Kilde: Praetorian Research

Forventning om et resultat lidt bedre end i 2007

Bordings forventninger til årets omsætning og resultat i indeværende år er en omsætning i niveauet DKK 530 mio. (DKK 528 mio. i 2007) og et resultat før skat på DKK 20-25 mio. (DKK 20 mio. i 2007) eksklusiv opkøb og kursregulering af Klimax-aktierne. Vores estimater ligger på niveau med selskabets forventninger efter et regnskab for 1. kvartal med en omsætning 10% under sidste år og et resultat på niveau med året før.

Vores forventninger til indeværende år er primært baseret på:

- Fortsat faldende organisk omsætning for Grafisk Kommunikation og omsætningsbidrag fra opkøb på ca. DKK 25 mio.
- Lukning af produktionen i Odder i år vil belaste indtjeningen i Grafisk Kommunikation, Danmark
- Indtjening i Bording Data på niveau med 2007
- DKK 3 mio. i resultatbidrag fra associerede selskaber.

2009 skal vise markant indtjeningsforbedring

Bordings omstrukturering af de grafiske aktiviteter til løsningsorienteret grafisk kommunikation forventes overordnet at være tilendebragt i 2009. I 2009 forventer vi således fuld effekt af lukningen af produktionen i Odder, effekterne af de i år foretagne opkøb samt optimering af særligt den danske del af Grafisk Kommunikation. Vi forventer derfor, at de danske, grafiske aktiviteter vil være afgørende for den estimerede forbedring af det primære resultat fra DKK 25 mio. i 2008 til DKK 32 mio. i 2009.

Salg af BordingNet ikke medtaget i estimaterne

Vi forventer ikke, at BordingNet allerede i 2009 vil kunne have en mærkbar effekt på resultatet. Dertil har vi pga. den store usikkerhed hvad angår potentialet i det grafiske kommunikationssystem, der først lanceres i 4. kvartal, ikke medtaget salg af systemet som selvstændigt produkt i vores estimater.

Opkøb forventes med er ikke med i estimaterne

Vi har heller ikke i vores estimater medtaget mulige opkøb, da Bording ikke har formuleret en målsætning herfor. Vi forventer dog, at Bording efter endt omstilling af de grafiske aktiviteter vil øge opkøb af virksomheder, herunder særligt i Sverige.

NØGLETAL

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Kursrelaterede						
P/S	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E (markedsværdi/nettoresultat)	54,2	12,5	17,3	18,1	10,4	7,2
K/I (markedsværdi/egenkapital)	1,4	2,5	2,4	2,2	1,8	1,5
EV/Omsætning	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,4	8,1	9,1	8,3	6,3	4,7
EV/EBIT	196,2	16,4	17,0	15,4	10,4	7,0
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	0,4	8,0	7,7	9,0	12,7	17,7
ROE (%)	2,6	19,6	13,9	12,0	17,6	20,9
ROIC (%)	0,5	7,6	7,4	8,5	11,3	15,5
Udbytteafkast (%)	3,2	1,5	1,4	1,5	2,6	3,6
Udbytteandel (%)	175,6	19,1	25,0	25,1	25,3	25,1
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	31	34	37	41	46	52
Gearing (%)	113	96	67	64	37	13
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	6,8	62,8	48,0	47,8	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	391	370	345
Markedsværdi	125	266	281	278	278	278
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	370	788	830	823	823	823

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
EBITDA-margin (%)	4,2	8,5	7,8	8,8	10,7	12,7
EBIT	1	23	22	25	36	49
EBIT-margin/overskudsgrad (%)	0,2	4,2	4,2	4,7	6,5	8,5
Netto finansposter	0	3	-2	-5	0	3
Resultat før skat	1	26	20	21	36	52
Resultat efter skat	2	21	16	16	28	40
Resultatgrad (%)	0,4	3,7	3,0	3,0	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	5	20	42
Aktiver i alt	294	319	311	315	332	359
Egenkapital	90	108	116	128	152	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	76	78	82
Anden gæld	12	9	10	9	9	10
Passiver i alt	294	319	311	315	332	359

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.

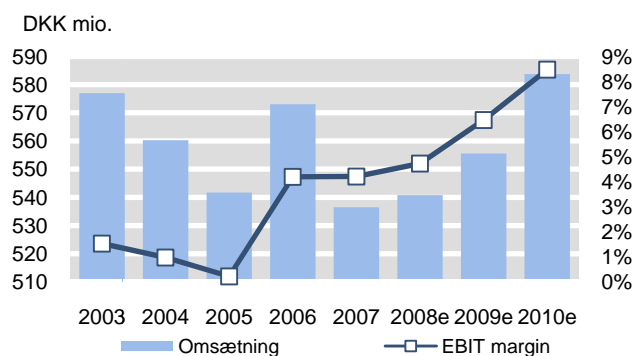
Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	950
6-12 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	1.200

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

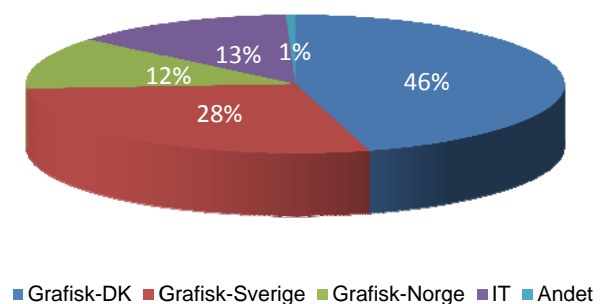
Bording sælger og producerer en lang række grafiske løsninger og produkt til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Selskabet har skiftet fokus fra selv at producere produkterne til at være rådgiver og udvikler af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