

Mission completed!

Bording har outsourcet sin sidste traditionelle trykproduktion og har dermed afsluttet en 5-årig fase med at afhænde al produktion af standardiserede grafiske produktioner. Hermed er Bording nu et grafisk one-stop-shop grafisk konsulenthus, der får standardiserede og prisfølsomme opgaver udført hos samarbejdspartnere. Outsourcing af den sidste (ark)trykproduktion medfører dertil, at selskabets indtjening bliver forbedret i 2010 – dog ikke tilstrækkeligt til, at vi ændrer anbefaling.

- Outsourcing til og køb af 30% af KLS Grafisk Hus**
 Bording har indgået en aftale med KLS Grafisk Hus hvorefter dette selskab udfører de arktrykopgaver, som Bording før selv stod for, samtidig med at Bording køber 30% af selskabet. KLS har i de seneste seks år haft nettoresultater i niveauet DKK 0, og havde ultimo 2008 en egenkapital på DKK 9 mio. Vi estimerer derfor, at Bording ikke har betalt mere end indre værdi for aktierne i selskabet.
- God mening** Der er stor overkapacitet inden for arktryk, og således har Bording heller ikke kunnet udnytte sin produktionskapacitet. Ved at nedlægge sin egen produktion og outsource opgaverne til KLS opnår Bording en forbedret indtjening på trykopgaverne – nu blot i regi af KLS. Vi estimerer derfor, at KLS, der også havde overkapacitet, vil få en væsentlig forbedring af resultaterne via aftalen.
- Ikke i mål endnu** Bording har sideløbende med afhændelsen af standardiserede trykopgaver købt op inden for digital print og grafisk IT. Denne del af transformationen af Bording vil fortsætte, og dertil ser vi på sigt mulighed for, at Bording afhænder sine ejerandele i samarbejdspartnere, da ejerandelene er opnået via outsourcing af egenproduktion til disse selskaber.
- Langsigtet investeringscase består** Nedlukning af arktryk og ejerandel af KLS styrker vores investeringscase om, at Bording vil nå en EBIT-margin på 10% i løbet af de kommende år. Vi fastholder derfor anbefalingen Neutral på kort sigt og Køb på langt sigt.

Anledning: Selskabsmeddelelse

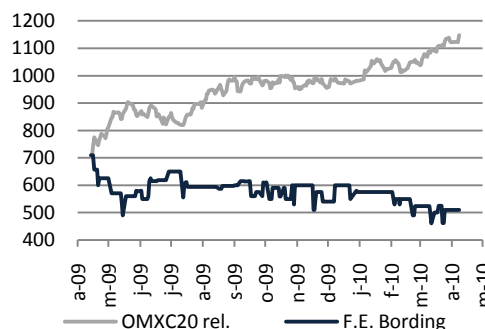
ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	550
Kursforventning 12-18 md. DKK	700
Aktiekurs, DKK	510

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

KURSUDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	575	600	710
Lav	461	461	461
FE Bord.	-11%	-14%	-28%
OMXC20	12%	19%	68%

Markedsværdi (DKK mio.)	172
Antal aktier	337.960

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

Næste regnskab: 1. kvrt. 2010 31. maj 2010

Selskabets forventninger til 2010

Bording forventer vækst og fremgang i koncernens resultat for 2010, selvom markedet og konjunkturerne fortsat er usikre.

Analyseansvarlig:
Jesper Ilsøe

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

F.E. Bording

9. april 2010

NØGLETAL

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Kursrelaterede						
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	17,3	20,6	-30,4	50,0	21,2	9,7
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,4	2,3	2,0	1,8	1,7	1,5
EV/Omsætning	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	9,1	11,0	32,7	15,7	11,4	7,4
EV/EBIT	17,0	21,4	-120,4	44,1	22,9	11,6
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	7,7	6,8	-1,1	3,0	5,9	11,1
ROE (%)	13,9	11,1	-6,7	3,6	8,1	15,4
ROIC (%)	7,4	5,9	-0,8	2,3	4,6	8,6
Udbytteafkast (%)	1,4	1,7	2,1	2,4	2,4	2,9
Udbytteandel (%)	25,0	35,6	-63,5	89,4	43,7	26,6
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	37	36	33	34	35	38
Gearing (%)	67	96	106	101	96	78
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	48,0	33,7	-18,9	13,4	27,4	56,3
Udbytte pr. aktie	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	15,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	376	389	337	312	319	318
Markedsværdi	281	235	194	172	172	172
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	830	695	575	510	510	510

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Nettoomsætning	528	494	423	429	446	476
EBITDA	41	35	10	20	28	43
<i>EBITDA-margin (%)</i>	7,8	7,2	2,4	4,6	6,3	9,0
EBIT	22	18	-3	7	14	27
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	4,2	3,7	-0,7	1,6	3,1	5,7
Netto finansposter	-2	-6	-5	-1	-1	-1
Resultat før skat	20	12	-7	6	13	27
Resultat efter skat	16	11	-6	5	9	19
<i>Resultatgrad (%)</i>	3,0	2,2	-1,5	1,0	2,1	4,0
Balance DKK mio.						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Immaterielle aktiver	12	20	24	27	30	32
Materielle aktiver	107	92	81	81	80	79
Finansielle aktiver	16	42	40	40	44	48
Varebeholdninger	36	31	24	24	25	26
Tilgodehavende	125	114	110	103	107	114
Likvid beholdning	16	6	8	12	8	13
Aktiver i alt	311	305	287	286	293	312
Egenkapital	116	102	95	95	101	115
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	60	62	66
Anden gæld	10	11	13	12	13	13
Passiver i alt	311	305	287	286	293	312

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

- 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.

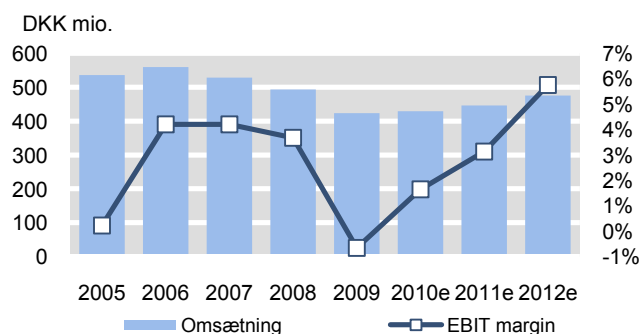
På kort sigt handler Bording på niveau med peer group eksklusive værdi af frasalg ansat til DKK 50 pr. aktie.

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

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

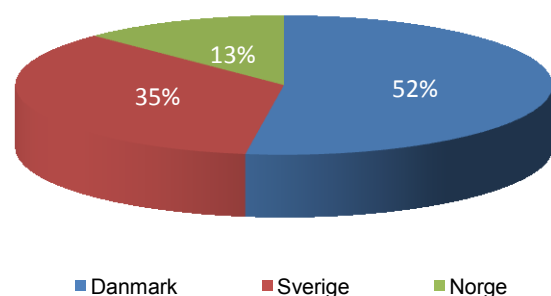
Bording sælger og producerer en lang række grafiske og digitale kommunikationsløsninger og produkt til virksomheder, herunder f.eks. direct mail og Smart mail kampagner og distribution af elektroniske produkter som e-mails og SMS. Formålet med selskabets løsninger er at effektivisere den grafisk baserede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