

## Langsigtet potentiale – ikke nok

Trods et fortsat stigende fald i omsætningen i år, opnåede Bording et positivt resultat for 3. kvartal, hvilket i nogen grad supporterer den langsigtede forventning om højere indtjeningsmarginer i det "omstrukturerede" Bording. Et fortsat presset marked for kommunikation, herunder Bordings IT kommunikationsløsninger, medfører, at vi ikke forventer, at aktien vil være attraktiv de næste 6-12 måneder. Vi sænker derfor vores kursforventninger.

- Bording hægtet af** Bording-aktien klarede sig relativt godt igennem den første del af finanskrisen ultimo 2008 – primo 2009. Til gengæld er den blevet hægtet af de kursstigninger, som markedet og peer group generelt har oplevet det sidste halvår. Stort omsætningsfald og svage resultater har medført, at markedet ikke har villet prisfastsætte det langsigtede potentiale. Trods et relativt hæderligt regnskab for 3. kvartal, forventer vi ikke, at Bording inden for de næste 6 måneder opnår store indtjeningsmæssige fremskridt, hvorfor vi sænker vores kursforventning på 0-6 måneders sigt til DKK 600 (fra 700) og den langsigtede kursforventning til DKK 800 (fra 1.000).
- Fremgang i 3. kvartal** Nettoresultatet for 3. kvartal viste et beskedent plus på DKK 1 mio., hvilket dog er en forbedring i forhold til året før og sket på trods af en omsætningsnedgang år/år på 10% til DKK 100 mio. Resultatfremgangen er drevet af de danske grafiske aktiviteter og særligt Bordings associerede selskaber, hvilket supporterer Bordings outsourcing- og netværksstrategi. Af en samlet resultatfremgang for koncernen på DKK 2,5 mio. i kvartalet tilhørte DKK 1,5 mio. således de associerede selskaber.
- Udvikling opvejer markedsnedgang** Bording er karakteriseret ved kontinuerlig udvikling af innovative produkter og services. Senest i rækken er særlige valgkort i samarbejde med sydafrikanske Lithotech og DVD emballage for en engelsk kunde. Væksten inden for "nye" produkter og tiltag venter vi dog ikke på den korte bane vil kunne mere end blot opveje markedsnedgangen, hvorfor vi fortsat estimerer med omsætningsstagnation i 2010.
- Attraktiv, men langsigtet investering** Den økonomiske krise har på den kort bane dels sænket den resultatmæssige vækstforventning til Bordings omstrukturering og transformation til service- og IT-virksomhed, dels udskudt den store udrulning af BordingNet, der er selskabets potentielle guldkalv. Vi anser det for positivt, at Bording har valgt at bibeholde omkostningsniveauet inden for IT-divisionen, således at man når den økonomiske krise aftager hurtigt kan igangsætte en international udrulning af BordingNet. Dette forventer vi dog ikke vil ske i større skala inden for de næste 12 måneder.

Anledning: 3. kvartal 2009

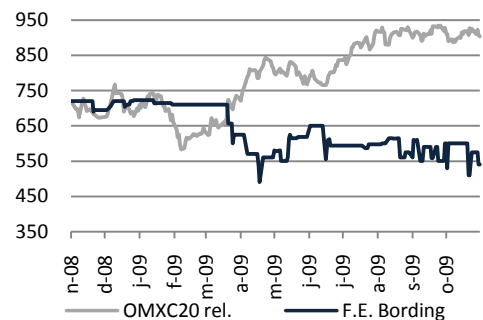
### ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	Køb
Kursforventning 0-6 md. DKK	600
Kursforventning 12-18 md. DKK	800
Aktiekurs, DKK	540

### BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Industri

### KURSDVIKLING 12 måneder



DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj	615	650	723
Lav	510	510	491
FE Bord.	-10%	-7%	-25%
OMXC20	-2%	10%	24%

Markedsværdi (DKK mio.)	182
Antal aktier	337.960

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

Næste regnskab: Helår 2009

### Selskabets forventninger til 2009

Bording giver ingen forventning til omsætningen, men forventer et positivt resultat eksklusiv værdiregulering af aktier. (tidligere: resultat, der er bedre end 2008)

Analyseansvarlig:  
Jesper Ilsøe

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

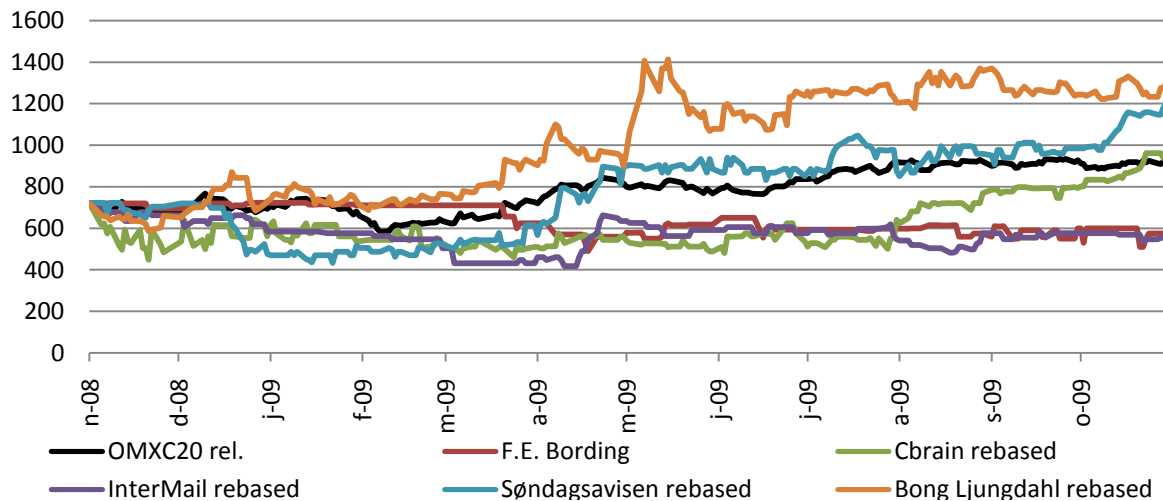
## F.E. Bording

1. december 2009

## Kvartalsopgørelse

DKK mio.	2007				2008				2009			
	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.
Omsætning	145	128	116	139	130	129	111	123	119	119	100	
EBIT	6	3	3	10	6	5	0	7	-2	0	4	
Resultat før skat	5	4	3	9	4	3	0	4	-6	1	3	

## 12-måneders kursperformance (relativt til Bording) for peer group (DKK)



## F.E. Bording

1. december 2009

## NØGLETAL

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Kursrelaterede</b>						
P/S	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	12,5	17,3	20,6	139,6	17,1	9,3
K/I (markedsværdi/egenkapital)	2,5	2,4	2,3	1,8	1,7	1,4
EV/Omsætning	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	8,1	9,1	11,0	11,2	9,1	6,8
EV/EBIT	16,4	17,0	21,4	28,0	19,4	11,9
<b>Afkastrelaterede</b>						
Afkastgrad 1 (%)	8,0	7,7	6,8	4,7	7,0	11,5
ROE (%)	19,6	13,9	11,1	1,3	9,7	15,2
ROIC (%)	7,6	7,4	5,9	4,1	5,5	8,9
Udbytteafkast (%)	1,5	1,4	1,7	0,4	0,7	1,3
Udbytteandel (%)	19,1	25,0	35,6	37,4	12,0	11,6
<b>Balancerelaterede</b>						
Egenkapitalandel (%)	34	37	36	36	38	43
Gearing (%)	96	67	96	96	84	68
<b>Aktierelaterede</b>						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	62,8	48,0	33,7	5,3	33,5	60,1
Udbytte pr. aktie	12,0	12,0	12,0	2,0	4,0	7,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	385	376	389	339	343	350
Markedsværdi	266	281	235	182	182	182
Antal aktier (mio.)	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338	0,338
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	788	830	695	540	540	540

## REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

<b>Resultat DKK mio.</b>						
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Nettoomsætning</b>	559	528	494	456	462	479
<b>EBITDA</b>	47	41	35	30	38	51
<i>EBITDA-margin (%)</i>	8,5	7,8	7,2	6,7	8,1	10,7
<b>EBIT</b>	23	22	18	12	18	29
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	4,2	4,2	3,7	2,7	3,8	6,1
Netto finansposter	3	-2	-6	-8	-3	-3
<b>Resultat før skat</b>	26	20	12	4	14	26
<b>Resultat efter skat</b>	21	16	11	2	11	20
<i>Resultatgrad (%)</i>	3,7	3,0	2,2	0,4	2,4	4,2
<b>Balance DKK mio.</b>						
	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Immaterielle aktiver	9	12	20	23	25	27
Materielle aktiver	120	107	92	92	88	85
Finansielle aktiver	13	16	42	44	51	64
Varebeholdninger	40	36	31	31	31	32
Tilgodehavende	132	125	114	109	109	113
Likvid beholdning	5	16	6	4	5	1
<b>Aktiver i alt</b>	<b>319</b>	<b>311</b>	<b>305</b>	<b>302</b>	<b>310</b>	<b>321</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>108</b>	<b>116</b>	<b>102</b>	<b>100</b>	<b>111</b>	<b>129</b>
Minoriteter	0	0	7	8	8	8
Hensættelser	15	15	14	14	14	14
Langfristet gæld	57	46	44	41	38	33
Kortfristet rentebærende gæld	52	49	67	67	67	62
Leverandørgæld	77	75	60	62	62	64
Anden gæld	9	10	11	10	10	10
<b>Passiver i alt</b>	<b>319</b>	<b>311</b>	<b>305</b>	<b>302</b>	<b>310</b>	<b>321</b>

## 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 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
- Bordings offentliggørelse af kortsigtet målsætning for indtjening/EBIT-margin
- Risiko for marginpres fra konkurrenter og fortsat 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 relativ negativ nyhedsstrøm og et højere indtjeningsniveau, der retfærdiggør en rabat til DCF (DKK 800 pr. aktie) samt en lav/ingen prisfastsættelse af skjulte værdier, der primært består af usikre ejendomsværdier.

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

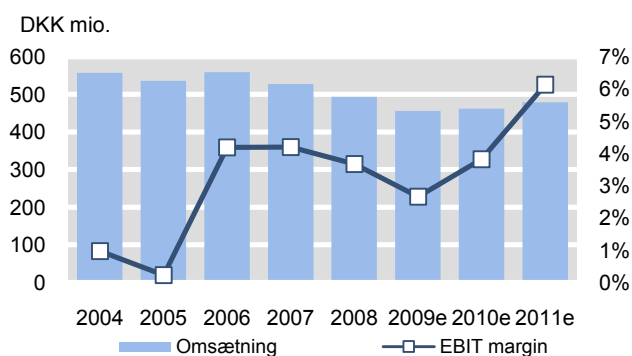
Kortsigtet kursværdi pr. aktie, DKK	600
12-18 måneders kursværdi pr. aktie, DKK	800

## 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.

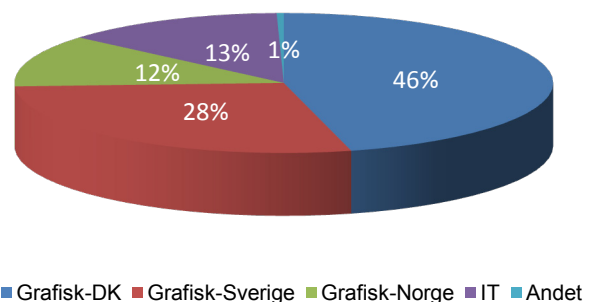
Bording har dertil en software-division, der p.t. primært udvikler og leverer Pont-of-Sales samt logistikløsninger til danske butikskæder. Division lancerede i 2009 et grafisk kommunikationsstyringssystem med internationalt salgspotentiale.

### Udvikling i omsætning og EBIT



Kilde: Praetorian Research

### Omsætningsfordeling (2008)



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.