

Aktienyt William Demant



Sælg Uændret

Aktuel kurs:

525,00 DKK

Begivenhed:

Årsregnskab 2014

Seneste analyse:

23/02/15 – Nye produkter og effektiviseringstiltag kan stjæle overskrifterne i årsregnskabet

Kalender:

09/04/15 – Generalforsamling
07/05/15 – 1. kvartalsregnskab
14/08/15 – 2. kvartalsregnskab
12/11/15 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

Nye produkter vil sikre solid salgsvækst i 2015

Vi fastholder Sælg-anbefalingen på William Demant. Selskabet er med en opdateret produktportefølje efter vores vurdering godt rustet til at vinde yderligere markedsandele i 2015. Effektiviseringstiltag og investeringer inden for høreimplantater dæmper dog indtjeningsfremgangen i 2015. Vi har svært ved at identificere positive kurstriggere på det nuværende aktiekursniveau.

2014 slutter bedre, end vi havde forventet

Omsætningen i 2. halvår 2014 på 4.807 mio. kr. er 1,4% lavere, end vi havde estimeret (+0,8% ift. markedsforventningerne). Resultatet af primær drift lander på 927 mio. kr. i 2. halvår 2014, hvilket er 10,3% bedre, end vi havde forventet (+7,7% ift. markedsforventningerne). Vi bemærker dog, at driftsresultatet i andet halvår 2014 indeholder færre engangsomkostninger i forhold til vores estimat. Driftsresultatet i 2. halvår 2014 er 4,4% bedre, end vores estimat, når vi tager højde for de lavere engangsomkostninger.

Prognosen for 2015 er meget bredt formuleret

William Demant forventer, at driftsresultatet lander i intervallet 1,7-2,0 mia. kr. i 2015. Den lave ende af prognosen åbner faktisk op for indtjeningsstilbagegang i forhold til 2014, mens den øvre del af prognosen indikerer en indtjeningsvækst på 13,5% i forhold til 2014. Vi er overrasket over, at indtjeningsforventningerne er så bredt formuleret. Vi forventer, at William Demant i løbet af 2015 bliver i stand til at indsnævre indtjeningsprognosen i den øvre ende af intervallet drevet af høj en-cifret vækst i selskabets omsætning i 2015.

Hård priskonkurrence i USA fortsætter i 2015

Vi noterer os, at William Demant har formået at styrke sin forretning i USA i løbet af 2. halvår 2014. Selskabet forventer, at et stigende volumensalg vil sikre en samlet salgsfremgang i USA på trods af fortsat faldende salgspriser i 2015. Vi forventer, at William Demants gennemgribende opdatering af selskabets produktportefølje i høreapparatindustrien vil give et solidt udgangspunkt for at vokse hurtigere end det globale høreapparatmarked i 2015. Vi estimerer, at William Demant kan levere en volumenvækst på 7%, mens vi estimerer, at selskabets gennemsnitlige salgspris vil falde med 3% i 2015. Vi hæfter os dog ved selskabets bemærkning om, at det tyske marked kan blive svagt i 2015 drevet af et svært sammenligningsgrundlag. Det vil alt andet lige tynde William Demants vækstmuligheder i 2015.

Oticon Medical vil være vækstmotoren på mellemlang sigt

Oticon Medical holder højt væksttempo og leverer en samlet omsætningsvækst på 36% i 2014. Vi ser Oticon Medical som en meget væsentlig vækstdriver for William Demant på mellemlang sigt, og nye produkter vil i de kommende år bidrage til at fastholde væksten på et højt niveau. Vi forventer, at divisionen også i 2015 vil være i stand til at vokse hurtigere, end de underliggende markeder for benforankrede høresystemer og Cochlear-implantater.

Effektiviseringer og investeringer i den fremtidige vækstplatform vil præge 2015

I et historisk perspektiv ser værdiansættelsen af William Demant-aktien målt på nøgletal (EV/EBITDA) efter vores vurdering ikke længere så anstrengt ud. William Demant handler på 14,1x og 12,7x EV/EBITDA for henholdsvis 2015 og 2016, hvilket er nogle af de laveste niveauer siden finanskrisen i 2008. William Demants stigende tilstedeværelse i detailledet af høreapparatindustrien kombineret med investeringer i at opbygge forretningsområdet Oticon Medical og igangværende effektiviseringsprogrammer betyder dog, at de historiske overskudsgrader ikke er inden for rækkevidde på den korte bane. Vi har derfor svært ved, at identificere kortsigtede kurstriggere på det nuværende aktiekursniveau.

William Demant, Nr. 03 / 2015
Morten Imsgard
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
26-02-2015, kl.: 15:44

sydbank.dk
Aktieanalysen
1/3

Sydbank

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsætning	8.959	9.346	10.196	10.659	11.080
EBIT (primær drift)	1.736	1.761	1.907	2.089	2.294
Ordinært resultat før skat	1.664	1.691	1.812	2.024	2.229
Nettoresultat	1.286	1.327	1.413	1.579	1.738
Egenkapital forrentning (%)	16,2%	15,8%	15,0%	14,7%	14,9%
Soliditet (%)	49,2%	49,8%	50,9%	52,6%	54,7%
EPS - udvandet	22,78	23,85	26,02	29,75	33,61
P/E	23,1	19,6	20,2	17,7	15,7
EV/EBITDA	15,9	14,0	14,1	12,7	11,2
Indre værdi	89,7	100,4	111,4	124,0	140,9
Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Markedsværdi :	28,8 mia. DKK	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	1026844
Seneste udbytte :	0 kr. pr. aktie	Reuterkode :	WDH.CO



Forretningsområde

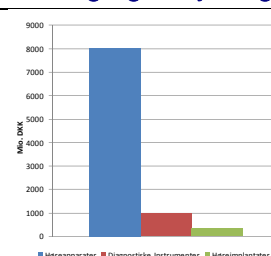
William Demant er blandt verdens førende producenter af høreapparater med en anslået markedsandel på over 20%. Selskabet har tre høreapparaterbrands - Oticon, Bernafon og Sonic. Hvert brand består af en bred portefølje af produkter rettet mod forskellige prisniveauer i markedet. Selskabet fornyer hele tiden produktporteføljen med ny teknologi. Koncernen omfatter også diagnostiske instrumenter (Maico, Interacoustics, Amplivox, Grason-Stadler, MedRx og Micromedical. Oticon Fonden ejer ca. 60% af aktiekapitalen.

Risici

William Demant er som de øvrige producenter i branchen afhængig af en kontinuerlig strøm af succesfulde produktlanceringer baseret på den rette teknologi med de efterspurgte funktionaliteter, samt rette timing, prissætning og positionering. Selskabet er også påvirket af ændringer inden for det offentlige tilskud samt forhandlerleddets præferencer.

Lav

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Middel
Rentedækning: 45,0

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2014

Europa: 39% Nordamerika: 40% Oceanien: 9% Asien & øvrigt: 12%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

	Lavvækstscenario	Aktuel kurs	Højvækstscenario	Forudsætninger og kommentarer:
Fair værdi	467,6	525,0	588,2	Simpel DCF-model. IKKE kursmål.
Omsætningsvækst i forecastperiode	3%	4%	5%	10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimeret
Overskudsgrad i forecastperiode	23,0%	24,0%	25,0%	Overskudsgrad år 1-10.
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	7,3%	7,3%	7,3%	Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Kurspotentiale	-10,9%	-	12,0%	Afviigelser ift. aktuel anbefaling kan forekomme

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,4

Selskabets forventninger

Leverandører

4

William Demant satser på at have færre underleverandører samt at anvende færre og mere standardiserede komponenter. Selskabet har en solid forhandlingsposition pga. størrelsen

Substituter

3

Ingen substitutter til høreapparater. Derimod konstant udvikling af høreapparaterne mod mere kosmetisk attraktive løsninger og flere brugerfordele. Kortere produktlivscyklener.

Indgangsbarrierer

4

Indgangsbarriererne til høreapparaterbranchen er høje som følge af mærkekendskab, distributionsopbygning, samarbejdsrelationer, teknologisk platform, nøglemedarbejdere etc.

Kunder

3

Kunderne efterspørger til stadighed bedre kvalitet, lavere priser og mere kosmetisk attraktive løsninger. Relationerne til forhandlerleddet er vigtige for William Demant.

Intensitet

3

Der er intens konkurrence i branchen med krav om nye produktlanceringer samt opgraderinger af eksisterende høreapparat-"familier" til de forskellige pris- og kundesegmenter.

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

Koncernen forventer at driftsresultatet (EBIT) vil lande i intervallet 1,7 - 2,0 mia. kr. i 2015.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2015E	26,76	26,02	-2,8%
2016E	30,91	29,75	-3,8%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-5,2%	3,0%	-20,2%

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturfremtidsbilleder. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 27 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	51,9%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	18,5%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	29,6%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

	K ø b	H o l d	S æ l g
C y k l i s k e a k t i e r	A . P . M ø l l e r M æ r s k D / S N O R D E N D a n s k e B a n k N K T H o l d i n g P a n d o r a R o c k w o o l S A S V e s t a s	N o r d e a	B a n g & O l u f s e n D S V F L S m i d t h
D e f e n s i v e a k t i e r	A L K - A b e l l ó G e n m a b G N S t o r e N o r d I S S N o v o N o r d i s k T r y g	C a r l s b e r g C h r . H a n s e n C o l o p l a s t N o v o z y m e s	H . L u n d b e c k R o y a l U n i b r e w T D C T o p d a n m a r k W i l l i a m D e m a n t

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.

Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.