



Aktienyt

Bang & Olufsen

Undervægt

Uændret

Aktuel kurs: 71,00

Begivenhed: 3. kvartalsregnskab
2011/12

Seneste analyse på selskabet:
13/01/12 – Aktieudsyn – B&O Play
vil stjæle opmærksomheden i 3.
kvartalsregnskabet på onsdag

Kalender:

15/08/12 – Årsregnskab

21/09/12 – Generalforsamling

10/10/12 – 1. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Store udfordringer venter

Vi fastholder Undervægt-anbefalingen på B&O. Resultaterne i 3. kvartal ligger under vores forventninger i alle divisioner, og vi er fortsat bekymrede over udvandingen i indtjeningsevnen fra de nye segmenter.

Toplinjetilbagegang trykker 3. kvartal

B&O leverer et regnskab for 3. kvartal, hvor omsætningen falder med 6,5% til 766 mio. kr. Vi forventede 848 mio. kr. og markedets forventning lå på 837 mio. kr. Kerneforretningen med tv- og lydprodukter og 'Automotive' går tilbage med hhv. 4% og 9%. Vi forventede en omsætning til den svage side i kerneforretningen, men på trods af et stærkt sammenligningsgrundlag i 'Automotive' havde vi forventet vækst i segmentet. Samarbejdspartnerne Audi, Mercedes og BMW melder alle om stærk vækst i perioden, også for luksusklasserne. Produktsammensætningen har dog haft en effekt på top linjen, da meget salg er flyttet til systemer med lavere gennemsnitspriser, men højere bruttomarginal. B&Os nye produktkategori 'Play' er påvirket af den stærke udvikling for Beosound 8 i 3. kvartal sidste år og den sene lancering af Beolit 12 i dette kvartal. Salget vokser med 4% til 78 mio. kr. Den samlede bruttomarginal falder fra 39,8% sidste år til 38,3%. Faldet er en konsekvens af den lavere omsætning, udvanding fra 'Play' og ændret produktsammensætning. B&O tjener 0,47 kr. pr. aktie mod markedets forventning om 1,01 kr.

Skarp balancegang nødvendig for at styre 'Play'

Vi ser stadig positivt på B&Os tiltag med B&O Play, der skal sprede brandet ud til en bredere kundegruppe. Fremadrettet forventer vi stadig pæn omsætningsudvikling, men som vi argumenterede i vores seneste kommentar: "B&O: Ingen plads til skuffelser fra B&O Play" forventer vi, at udvandingen af lønsomheden ved øget 'Play'-salg vil mindske effekten af omsætningsstigningen og dermed mindske indtjeningsvæksten mere, end vi vurderer, at investorerne i øjeblikket værdiansætter aktiekursen efter. Bruttomarginalen i 'Play' er lavere end for de traditionelle produkter, og i 3. kvartal faldt marginalen i segmentet yderligere fra 33,9% til 27,8%. Tendensen forventer vi fortsætter, når B&O lancerer et annonceret tv-produkt i 'Play'-kategorien til maj. Derudover ser vi det som en fremtidig strategisk udfordring for B&O at styre det nye subbrand parallelt med kerneforretningen. Selskabet vil både have fat i nye kundegrupper, som skal trækkes op i kerneforretningen på sigt, mens man samtidig vil undgå, at nuværende kernekunder bevæger sig væk fra kerneforretningen. Med de nuværende produkter (mindre lydprodukter) ser vi udfordringen som mindre. Vi vurderer dog, at det nye tv-produkt begynder at udviske de klare linjer mellem segmenterne og at kannibalisering kan blive et større problem, end B&O forventer på nuværende tidspunkt. Tv-produktet i 20.000 kr.-klassen vil blive solgt via B&O's B1 butikker og ikke via Apple og 3. partsforhandlere, og gavnes dermed ikke af den naturlige brand-differentiering som skabes ved brug af forskellige salgskanaler.

Forventningerne fastholdes

B&O fastholder forventningerne til helåret. Omsætningsvæksten skal over 20% i 4. kvartal, men både produktlanceringer og EM/OL-effekter skal hjælpe salget på vej. Vi er halvvejs i kvartalet og vi vurderer, at B&O kommer i mål. Vi ser positivt på B&Os strategien, men vi vurderer dog stadig, at investorerne har indregnet mere positive scenarier, end vi vurderer som realistisk på den mellemlange bane. Vi fastholder Undervægt.

Bang & Olufsen, Nr. 3 /2012
Nicolaj Jeppesen
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 69
nicolaj.jeppesen@sydbank.dk
18.04.2012, kl.: 14:52

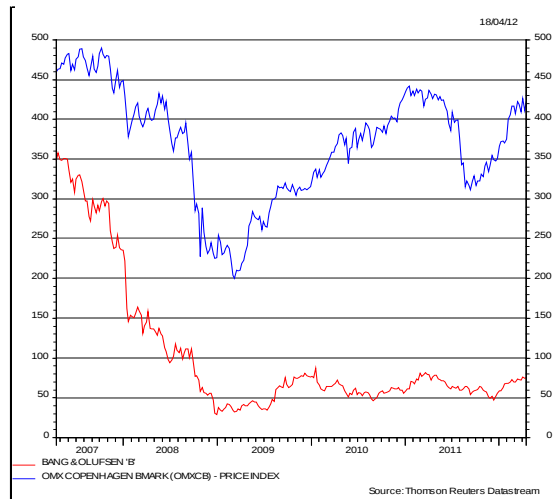
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	3K 10/11	3K 11/12	2011/12E	2012/13E	2013/14E
Omsætning	820	766	3.000	3.226	3.469
EBIT (primær drift)	36	23	113	151	144
Ordinært resultat før skat	31	19	99	135	129
Nettoresultat	28	17	71	98	93
Egenkapital forrentning (%)	-	-	4,5%	5,9%	5,3%
Soliditet (%)	-	-	61,6%	61,7%	61,7%
EPS - udvandet	0,8	0,5	1,96	2,69	2,56
P/E	-	-	35,4	25,8	27,2
EV/EBITDA	-	-	7,3	6,6	6,7
Indre værdi	-	-	44	47	50
Yield	-	-	0,0%	0,0%	10,0%

Markedsværdi :	2,2	Likviditet :	Middel
Regnskabsår :	01.06 - 31.05	Fondskode :	1021842
Seneste udbytte :	0,0 kr. pr. aktie	Reuterkode :	BOB.CO



Forretningsområde

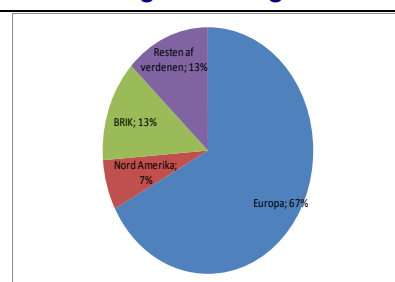
Bang & Olufsens udvikler og producerer high-end audio/video produkter, som markedsføres på en række markeder med Danmark, Storbritannien og Tyskland som de vigtigste. Produkterne sælges gennem ca. 1.000 butikker verden over, hvoraf 682 pr. 31/8-2011 er butikker, som kun forhandler B&O-produkter (B1-butikker). B&O leverer desuden audiosystemer til luksusbiler som Audi, Aston Martin og Mercedes AMG. Datterselskabet ICEpower (ca. 3% af omsætningen) udvikler, producerer og sælger avanceret højttalertechnologi på licens til blandt andet Samsung og Sanyo.

Risici

Svag økonomisk vækst og i særdeleshed svagt privatforbrug reducerer B&O's vækstmuligheder. Væksten er afhængig af, at produktlanceringerne lever op til forventningerne. Behovet for forandringerne i distributionsleddet udgør en potentiel risiko for vækstmulighederne, hvis de nye butikker ikke kan generere den ventede omsætning.

Middel

Omsætningsfordeling



USD-følsomhed:
Rentedækning

Middel
Neg.

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

USA: 7% Europa: 67% Øvrige: 30%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	53,25 (-25%)	71,00	88,75 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	11 år	15 år	19 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,8%
Vækst (% pr. år)	12,9 %	15,2 %	17,0 %	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 8,8%
Afkastkrav (%)	9,6 %	8,7 %	8,2 %	Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 2,8

Selskabets forventninger

Leverandører

1

Som en af de absolut små spillere indenfor audio/videobranchen agerer B&O som pristager.

Substitut

3

Hvis PC'en bliver centrum i den teknologiske integration reduceres forbrugernes efterspørgsel efter audio/video. Teknologisk udvikling medfører ofte nye substitutter (ex: DVD-Video).

Indgangsbarrierer

4

B&O konkurrerer primært på brand (højttalere dog teknologi). Det tager tid at opnå B&O's brand. Stærkt design giver dog adgang til markedet, men ikke til høj markedsandel.

Kunder

4

B&O har i kraft af mange års produktion og udsøgt design en meget stærk forhandlingsposition overfor kunderne, der (udenfor Danmark) generelt har endog meget høje indkomster.

Intensitet

2

Hård konkurrence på almindeligt audio/videoudstyr. Meget få direkte konkurrenter til B&O's high-end-produkter, hvorfor en udvidelse af kundebasen er vejen til vækst.

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

B&O forventer, at regnskabsåret 2011/12 resulterer i en omsætning på mere end 3 mia. kr. og et resultat før skat på ca. 100 mio. kr..

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2011/12	1,99	1,96	-1%
2012/13	2,72	2,69	-1%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-4,1%	-2,5%	-5,1%

Sydbank

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 Finans-tilsynet.

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.

Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

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-groupanalyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens om-sætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og kon-junkturfremstillinger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. End-videre 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.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 41 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end branchen	12 måneder	48,8%
Neutral	På linje med branchen	12 måneder	26,8%
Undervægt	Dårligere end branchen	12 måneder	24,4%

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

På brancheniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%
Neutral	På linje med aktiemarkedet	12 måneder	40,0%
Undervægt	Dårligere end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

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

	Industri Overvægt	Cyklisk forbrug Neutral	Stabilt forbrug Neutral	Sundhed Overvægt	Finans Overvægt	IT Undervægt	Telekommunikation Undervægt
Overvægt	A. P. Møller Mærsk DSV FLSmidth GN Store Nord Group 4 Securicor Rockwool Vestas Volvo	Hennes & Mauritz Pandora	Chr. Hansen Royal Unibrew	H. Lundbeck Novo Nordisk	Alm. Brand Danske Bank Nordea Tryg	SimCorp	TDC
Neutral	NKT Holding Solar	IC Companys	Carlsberg ØK	Alk Abello Coloplast	SEB Topdanmark	Ericsson Nokia	
Undervægt	Auriga Industries D/S Norden SAS Scania Securitas TORM William Demant	Bang & Olufsen	Novozymes		Sv Handelsbanken		

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. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. 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 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.