



Aktienyt

GN Store Nord

**Køb
Uændret**

Aktuel kurs: 83,10 DKK

Begivenhed: 3. kvartalsregnskab

**Seneste analyse på selskabet:
09/11/12 – Aktieudsyn – Salgs-
væksten fortsætter i regnskabet
på torsdag**

Kalender:

**21/02/13 – Årsregnskab 2012
21/03/13 – Generalforsamling
03/05/13 – 1. kvartalsregnskab
14/08/13 – 2. kvartalsregnskab
15/11/13 – 3. kvartalsregnskab**

**Forventet opdatering:
Kvartalsvist**

Øget potentiale for effektivisering i 2013

Vi fastholder Købs-anbefalingen på GN Store Nord. Dagens regnskab understreger, at væksthistorien i GN Store Nord ikke er fuldstændig immun over for det svage makroøkonomiske forretningsklima, der præger mange europæiske lande i øjeblikket. Den svage makroøkonomiske udvikling i Europa kaster stigende usikkerhed over 2013-prognosen for GN Netcom.

3. kvartal skuffer i forhold til vores estimater

Omsætningen lander på 1.494 mio. kr. i 3. kvartal 2012, hvilket er 2,7% lavere end vores estimat (-0,5% ift. markedsforventningerne). Resultatet af primær drift lander på 112 mio. kr., hvilket er 21,1% lavere end vores forventning. GN afholder dog 23 mio. kr. mere i restruktureringssomkostninger i kvartalet i forhold til vores estimat. Når der ses bort fra restruktureringssomkostningerne, er driftsresultatet kun 5,8% dårligere, end vi havde forventet. GN Store Nord justerer forventningerne til 2012, så selskabet nu forventer en organisk vækst i omsætningen på 4-5% mod tidligere 4-6%. Ændringen er drevet af lavere organisk vækst i GN Netcom som følge af svage markeder i primært Sydeuropa.

GN ReSound vinder fortsat markedsandele

Omsætningen er 1,3% lavere, end vi havde forventet. Væksttempoet er aftaget i forhold til de seneste kvartaler. Vi hæfter os dog ved, at den nye produktfamilie ReSound Verso er blevet modtaget med stor begejstring i markedet. Vi har høje forventninger til produktfamilien, som bliver divisionens vigtigste vækstmotor i det kommende år. Vi forventer, at den organiske salgsvækst stiger allerede i årets sidste kvartal som følge af ReSound Verso lanceringen. Produktlanceringerne kombineret med restruktureringsprogrammet betyder, at vi ser god mulighed for at GN ReSound kan indfri 2013-målsætningen.

Yderligere effektiviseringspotentiale i GN ReSound

Vi hæfter os ved, at GN Store Nord nu forventer at kunne forbedre driftsresultatet i GN ReSound med '240-290 mio. kr.' i 2013 i forhold til 2011 mod tidligere '190-240 mio. kr.' Hvis GN ReSound kan eksekvere på den udvidede besparelsesplan vil lønsomheden i 2014 kunne tåle sammenligning med de dygtigste konkurrenter i høreapparatbranchen.

Sydeuropa presser vækstmulighederne for GN Netcom

Omsætningen er 4,3% lavere, end vores estimat i GN Netcom. Salget i specielt Sydeuropa og Storbritannien er under pres i Kontor- og Call center segmentet som følge af et udfordrende forretningsklima. Det faldende salg til dette segment sætter lønsomheden i divisionen under pres. Overskudsgraden på 13,5% i 3. kvartal er 1,7%-point svagere end vores estimat. Hvis den makroøkonomiske situation ikke forbedres, har vi svært ved at se, hvordan GN Netcom skal kunne opfylde salgs- og indtjeningsprognosen for 2013.

Effektiviseringsgevinsten vil blive mere synlig de kommende kvartaler

Det er lagt op til en stærk afslutning på 2012 og gradvis forbedring af indtjeningen i GN Store Nord i løbet af 2013. Vi ser rigtig god mulighed for, at selskabet kan indfri indtjeningsforventningerne til GN ReSound i 2013, mens prognosen for GN Netcom ser mere usikker ud. Dagens negative kursreaktion er dog efter vores vurdering overdrevet.

GN Store Nord, Nr. 08 / 2012
Morten Imsgard
aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
15-11-2012, kl.: 14:20

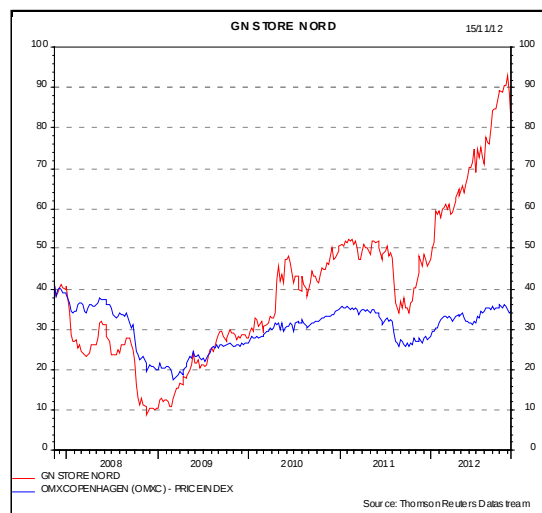
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	3K 2011	3K 2012	2011	2012E	2013E
Omsætning	1.359	1.494	5.564	6.164	6.595
EBIT (primær drift)	167	112	1.262	591	1.165
Ordinært resultat før skat	162	88	1.225	515	1.130
Nettoresultat	118	64	865	379	836
Egenkapital forrentning (%)	-	-	23,9%	9,0%	17,8%
Soliditet (%)	-	-	61,5%	79,3%	79,9%
EPS - udvandet	0,57	0,35	4,27	2,08	4,60
P/E	-	-	11,21	39,94	19,25
EV/EBITDA	-	-	14,68	12,61	8,84
Indre værdi	-	-	34,30	39,54	44,06
Yield	-	-	0,6%	0,6%	0,8%

Markedsværdi :	15,1 mia. DKK	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01-31.12	Fondskode :	1027263
Seneste udbytte :	0.27 DKK/aktie	Reuterkode :	GN.CO



Forretningsområde

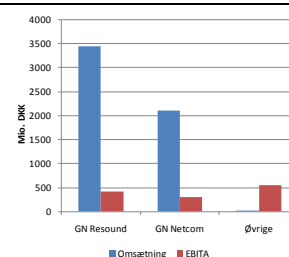
GN Store Nord består af GN Netcom og GN ReSound. GN Netcom producerer headset til contact center & kontorsegmentet, samt til mobilsegmentet. Divisionen er blandt verdens førende producenter af headset. GN Resound er verdens 4. største producent af høreapparater. Divisionen er ved at reetablere sig på markedet efter det mislykkede salg til schweiziske Sonova. Hele produktporteføljen er fornyet i løbet af 2008/2009. Den seneste lancering af 'Resound Alera' – selskabets første høreapparat med trådløs teknologi - har fået en god start på markedet. Den løbende produktinnovation styrker GN ReSounds konkurrenceevne.

Risici

Stigende prispres og konkurrence kan trykke lønsomheden inden for headset til kontorsegmentet og mobilsegmentet. GN Resound er afhængige af en kontinuerlig strøm af succesfulde produktlanceringer, som rammer kundernes efterspørgsel på det pågældende tidspunkt, hvis divisionen skal klare sig i den meget konkurrenceintensive høreapparatbranche.

Middel

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Lav
Rentedækning: 6,99

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2011

Nordamerika: 39,5% Europa: 39,2% Asien & øvrigt: 21,3%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	62,33 (-25%)	83,10	103,88 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	8 år	13 år	16 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,1%
Vækst (% pr. år)	11,5%	13,8%	15,5%	Høj vækst i 15 år og afkastkrav 8,1%
Afkastkrav (%)	9,3%	8,5%	8,0%	Høj vækst i 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,4

Selskabets forventninger

Leverandører

4

GN satser på at anvende standardiserede komponenter og have flere leverandører af de mest centrale komponenter. Begge divisioner har en stærk position i kraft af deres størrelse.

Substitut

3

Ingen substitutter til høreapparater og umiddelbart heller ingen til hovedsæt. Derimod en konstant udvikling mod smartere løsninger med flere brugerfordele inden for begge brancher.

Indgangsbarrierer

4

Produktion af hovedsæt byder på relativt lave indgangsbarrierer, mens indgangsbarriererne er langt større til høreapparatbranchen, hvor den teknologiske platform er mere avanceret.

Kunder

3

Trenden går i retning af lavere priser samt krav om bedre kvalitet for pengene. Det er vigtigt, at have længerevarende kontrakter med strategisk vigtige kunder.

Intensitet

3

Øget konkurrence for selskabets to divisioner fremover. Herunder øget priskonkurrence og kortere produktlivscyklusser.

GN Netcoms omsætning forventes at vokse organisk med omkring 5%. GN ReSounds omsætning forventes at vokse organisk med 3-5% i 2012.

EBITA forventes at lande i intervallet 350-375 mio. kr. for GN Netcom og i intervallet 540-575 mio. kr. for GN ReSound før omstrukturingsomkostninger på op til 225 mio. kr.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2012E	2,46	2,08	-15,4%
2013E	4,66	4,60	-1,3%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-5,2%	10,7%	32,6%

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

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 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. 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-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 konjunkturforventninger. 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.

Anbefallingsstruktur

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 virksomheden i kategorien	12 måneder	51,9%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	33,3%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	14,8%

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.

Anbefalingsoversigt:

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	A. P. Møller Mærsk Bang & Olufsen Danske Bank DSV FLSmidth Pandora Rockwool	Hennes & Mauritz NKT Holding Nokia Vestas	D/S Norden Nordea SAS
Defensive aktier	Carlsberg GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk Novozymes TDC Tryg	ALK-Abelló Chr. Hansen Coloplast Royal Unibrew Topdanmark	William Demant

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. 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.