Nokia

Køb

Uændret

Aktuel kurs: 3,046 EUR

Nokia sikrer sig fuldt ejerskab af NSN til en meget attraktiv pris

Begivenhed: Nokia køber Siemens ud af joint venture selskabet Nokia Siemens Networks

Vi fastholder Køb på Nokia. Nokia betaler efter vores vurdering en meget attraktiv pris for at opnå fuldt ejerskab af Nokia Siemens Networks (NSN). Købet giver Nokia strategisk handlefrihed til at udvikle forretningen og fuldt ud synliggøre værdierne i NSN. Vi venter, at Nokia på et senere tidspunkt vil afhænde NSN som et samlet frasalg eller i en selvstændig børsnotering.

Baggrund:

Nokia har i dag købt Siemens' 50% ejerandel i joint venture selskabet Nokia Siemens Networks. Nokia betaler 1,7 mia. EUR for ejerandelen på 50%, hvoraf 1,2 mia. EUR betales ved transaktionens afslutning og de resterende 0,5 mia. EUR forfalder til betaling ét år senere. Nokia estimerer, at selskabet har en kassebeholdning på 3,7-4,2 mia. EUR ved udgangen af 2. kvartal 2013 – opkøbet vil alt andet lige påvirke kassebeholdningen med 1,7 mia. EUR og kassebeholdningen vil efter købet være i på 2,0-2,5 mia. EUR

Konklusion:

Nokia er fortsat midt i en stor turn around af selskabets kerneforretning inden for mobiltelefonproduktion. Det giver ikke den bedste timing for et større opkøb, uden for det vi på nuværende tidspunkt betragter som kerneforretningen i Nokia. Prisen for at købe Siemens ud af NSN er dog efter vores vurdering så attraktiv, at Nokia ikke har kunnet afvise den købsmulighed. Vi forventer ikke, at Nokia vil kunne høste nogle betydelige driftmæssige synergier ved at eje 100% af NSN. De seneste års turn around i NSN har dog bevist, at selskabet er godt på vej mod at være en veldrevet og lønsom forretning. Med det fulde ejerskab af NSN har Nokia nu også to forretningsmæssige ben at stå på fremadrettet. Hvis det ene ben i fremtiden frasælges for at synliggøre værdierne i selskabet, kan Nokia fortsætte som selskab med det tilbageværende forretningsområde. Opkøbet betyder dermed, at det ikke længere er helt så tydeligt, hvad der er kerneforretningen i Nokia. Udviklingen de kommende år i de to forretningsområder vil givetvis afgøre, hvad Nokia vil bygge sin fremtidige forretning på.

Baseret på købsprisen på 1,7 mia. EUR for 50% af NSN beregner vi en enterprise value (værdi af selskabet på gældfri basis) EV på 4,67 mia. EUR. Vi estimerer et driftsresultat (EBIT) på 1,24 mia. EUR før ekstraordinære poster og 0,89 mia. EUR efter ekstraordinære poster i NSN i 2014. Dermed er opkøbet foretaget til en 2014 EV/EBIT multipel i intervallet 3,77x - 5,25x. Vi vurderer, at den øvre ende af intervallet er mest realistisk, da vi forventer, at NSN altid vil have et vist niveau af ekstraordinære poster i form af blandt andet restruktureringsomkostninger. Til sammenligning handler konkurrenten Ericsson på en 2014 EV/EBIT multipel på 8,11x og hele Nokia handler på 6,72x. Efter vores vurdering skal NSN handle på en lavere multipel end Ericsson, der sammen med kinesiske Huawei er verdens største og førende udbydere af telenetværksudstyr. Rabatten i forhold til Ericsson ser dog efter vores vurdering attraktiv ud. Set i forhold til hele Nokia ser prismultiplen også meget attraktiv ud. I en simpel værdiansættelse (hvor der ikke skelnes mellem Nokia's forskellige forretningsområder) har markedet jo prisfastsat NSN på en

Nokia nr. 09 / 2013
Morten Imsgard
aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
01-07-2013, kl.: 10:58

Sydbank

2014 EV/EBIT multipel på 6,72x. Dermed er det meget tydeligt, at Nokia gør en god handel når de køber 50% af NSN på en 2014 EV/EBIT mutipel i intervallet 3,77x - 5,25x.

Opkøbet af ejerandelen i NSN sætter dog yderligere pres på Nokias kassebeholdning, og det er væsentligt, at indtjeningsfremgangen i mobiltelefondivisionen fortsætter. Det finansielle råderum til at håndtere uforudsete udfordringer vil være mindre i kvartalerne efter opkøbet. NSN bidrager dog med betydelige positive pengestrømme til Nokia, og dermed vil opkøbet styrke Nokias kassebeholdning på lidt længere sigt. I 2012 bidrog NSN til Nokia samlede kassebeholdning med en positiv pengestrøm fra driftsaktiviteterne på 1,6 mia. EUR – drevet af en forbedret arbejdskapital. Vi forventer en lavere positiv pengestrøm i år, men niveauet understreger at tilbagebetalingenstiden på købssummen på 1,7 mia. EUR ikke nødvendigvis er en lang årrække.

De kommende kvartaler er fortsat meget afgørende for Nokia. Selskabet skal vise investorerne, at Nokia Lumia telefonerne er konkurrencedygtige over for Android og iPhone. Vi ser et salg på 7,5 mio. stk. Lumia i 2. kvartal og 31,5 mio. stk. i hele 2013. Yderligere skal selskabet tage hånd om udfordringerne i den billige ende af mobiltelefonmarkedet, hvor salget faldt kraftigt i 1. kvartal. Vi venter også et meget udfordrende 2. kvartal 2013, hvor vi ser en tilbagegang i salget af billige mobiltelefoner på 23% i forhold til 2. kvartal 2012.

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.

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 virksomheden i kategorien*	*12 måneder*	37,0%
Hold	*På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	37,0%
Sælg	*Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	25,9%

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 Danske Bank NKT Holding Nokia Pandora Rockwool Vestas	DSV FLSmidth Hennes & Mauritz Nordea	Bang & Olufsen D/S NORDEN SAS
Defensive aktier	GN Store Nord Novo Nordisk Tryg	ALK-Abelló Carlsberg Chr. Hansen H. Lundbeck TDC Topdanmark	Coloplast Novozymes Royal Unibrew 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.

Sydbank