

Aktienyt

GN Store Nord



Køb Uændret

Aktuel kurs:

142,70 DKK

Begivenhed:

1. kvartalsregnskab

Seneste analyse:

24/04/15 – Investorerne bør
forberede sig på et lille 1. kvar-
tal

Kalender:

13/08/15 – 2. kvartalsregnskab
30/10/15 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

ReSound spurter af sted mens Netcom stadig står i startblokken

Vi fastholder Købs-anbefalingen på GN Store Nord. GN ReSound leverer en solid salgsmæssig start på året drevet af en innovativ produktportefølje. GN Netcom er ramt af svage markeder, men vi forventer en betydelig acceleration af salgsvæksten i de kommende kvartaler.

1. kvartal præget af svage markeder i GN Netcom

Omsætningen på 1.885 mio. kr. i 1. kvartal 2015 er 2,3% lavere end vores estimat (-3,8% i forhold til markedsforventningerne). Resultat af primær drift på 273 mio. kr. er 3,3% bedre end vores forventning (-5,9% i forhold til markedsforventningerne). I forhold til vores estimater er salget og indtjeningen i GN Netcom svagere, mens indtjeningen i GN ReSound er lidt bedre, end vi havde ventet. Vi noterer os, at GN Store Nord fastholder 2015-prognosen for både salg og indtjening på trods af den svage start på året i GN Netcom. Styrkelsen af amerikanske dollars betyder, at GN Store Nord løfter forventningerne til salget i danske kroner i 2015.

GN ReSounds høje organiske vækst fortsætter i starten af 2015

Omsætningen i GN ReSound er 1,1 % bedre end vores estimat. Den organiske salgsvækst på 9% i 1. kvartal er noget bedre, end vores estimat på 6,3%. Vi noterer os, at GN ReSound fortsætter med at styrke sin markedsposition i USA med høj salgsvækst inden for både den private og offentlige del af det amerikanske høreapparatmarked. GN ReSounds innovative produktportefølje bidrager som ventet til at åbne døre til mange nye kunder. Det er specielt tydeligt på det tyske marked, hvor GN ReSound vokser organisk med mere end 50% i 1. kvartal. GN ReSound beretter i dagens regnskab, at den nye produktfamilie 'ReSound LiNX²' har fået en rigtig god modtagelse på markedet. Det er efter vores vurdering meget positivt læsning, da vi ser 'ReSound LiNX²' som den primære vækstdriver for divisionen i år. Vi forventer, at GN ReSound kan fastholde det høje væksttempo i de kommende kvartaler, og den salgsmæssige gode start på året øger efter vores vurdering mulighederne for, at GN ReSound kan løfte sin 2015-prognose senere på året.

GN Netcom kommer langsomt fra start i 2015

Omsætningen i GN Netcom er 7,6% under vores estimat. Specielt salget inden for mobilheadset er svagere, end vi havde ventet. Vi noterer os dog, at den svage salgsudvikling relaterer sig til et faldende marked inden for mono Bluetooth headset, hvilket også skabte store udfordringer for GN Netcoms største konkurrent amerikanske Plantronics i 1. kvartal. Dermed tyder det på, at GN Netcom primært er ramt af markeds-mæssige udfordringer i 1. kvartal. Vi forventer en bedre salgsudvikling i de kommende kvartaler. Salget af Unified Communications headset er også lidt under vores estimat i 1. kvartal. GN Store Nord indikerer dog, at ordrepipeline inden for Unified Communications produkter er rigtig god, og at salgsvæksten vil accelerere i de kommende kvartaler. Vi tager dog toppen af vores samlede estimat for den organiske vækst i GN Netcom i kølvandet på den salgsmæssige svage start på året. Vi estimerer nu en organisk vækst på 11% mod tidligere 13%.

Vækst- og indtjeningsperspektiverne er ikke afspejlet i den nuværende aktiekurs

Dagens regnskab ændrer ikke på vores opfattelse af, at GN Netcom står overfor en unik vækstmulighed i de kommende år drevet af et kraftigt stigende marked for Unified Communications headset. Kvartalsregnskabet understreger ligeledes, at GN ReSounds innovationsevne sikrer, at divisionen vinder mange nye kunder og dermed leverer vækstrater som overstiger den underliggende markeds-vækst i høreapparatmarkedet. Den nuværende værdiansættelse af GN Store Nord-aktien afspejler efter vores vurdering ikke de gode vækstudsigt, som kender tegner begge selskabets divisioner.

GN Store Nord, Nr. 05 / 2015
Morten Imsgard
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
29-04-2015, kl.: 12:06

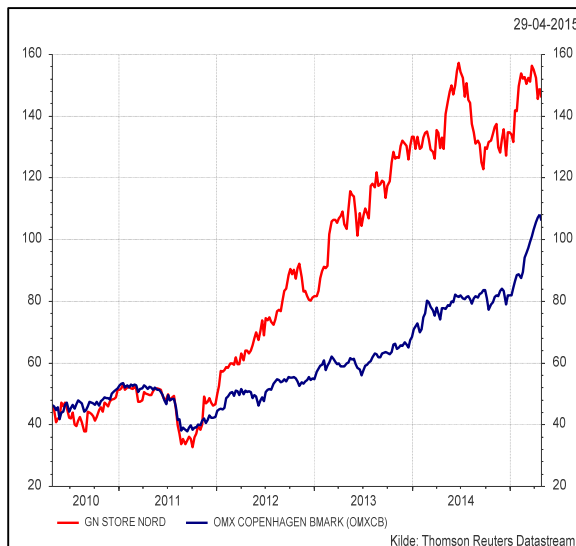
sydbank.dk
Aktieanalysen
1/3

Sydbank

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	1K 2014	1K 2015	2014	2015E	2016E
Omsætning	1.679	1.885	7.340	8.766	9.577
EBIT (primær drift)	243	273	1.200	1.443	1.797
Ordinært resultat før skat	236	252	1.116	1.343	1.717
Nettoresultat	171	185	793	980	1.262
Egenkapital forrentning (%)	-	-	26,4%	24,8%	27,5%
Soliditet (%)	-	-	55,4%	53,4%	53,0%
EPS - udvandet	1,03	1,13	4,85	6,14	7,91
P/E	-	-	28,00	23,51	18,27
EV/EBITDA	-	-	13,40	12,56	10,26
Indre værdi	-	-	34,40	42,49	50,04
Yield	-	-	0,7%	0,8%	1,0%

Markedsværdi :	23,0 mia. DKK	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01-31.12	Fondskode :	1027263
Seneste udbytte :	0.9 DKK/aktie	Reuterkode :	GN.CO



Forretningsområde

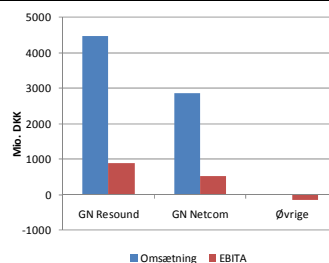
GN Store Nord består af GN Netcom og GN ReSound. GN Netcom producerer headset til contact center & kontorsegmentet, samt til mobilsegmentet. GN Netcom er blandt verdens førende producenter af headset og satser i stigende grad på at opbygge en markedsposition inden for trådløse højttalere og lignende musikprodukter. GN ReSound er verdens 4. største producent af høreapparater. Divisionen er en dominerende aktør på høreapparatmarkedet ikke mindst drevet af en stærk innovationsevne. GN ReSunds høreapparater med 2,4 GHz trådløs teknologi giver i øjeblikket en unik position på høreapparatmarkedet.

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: Høj
Rentedækning: 6,5

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2014

Nordamerika: 40% Europa & Mellemøsten: 40,0% Asien & øvrigt: 20%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

	Lavvækstscenario	Aktuel kurs	Højvækstscenario	Forudsætninger og kommentarer:
Fair værdi	125,9	142,7	161,3	Simpel DCF-model. IKKE kursmål
Omsætningsvækst i forecastperiode	5%	6%	7%	10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimer
Overskudsgrad i forecastperiode	16,7%	17,7%	18,7%	Overskudsgrad år 1-10.
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	7,3%	7,3%	7,3%	Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Kurspotentiale	-11,8%	-	13,0%	Afvisninger ift. aktuel anbefaling kan forekomme

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.

Substitutter

3

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

Indgangsbarrierer

4

Produktion af headset 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 mere end 10%. GN ReSunds omsætning forventes at vokse organisk med mere end 6% i 2015.

EBITA forventes at blive mindst 565 mio. kr. i GN Netcom og mindst 975 mio. kr. i GN ReSound.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2015E	6,17	6,14	-0,5%
2016E	7,85	7,91	0,7%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-8,7%	-16,2%	-18,6%

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	50,0%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	15,4%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	34,6%

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	C a r l s b e r g C o l o p l a s t N o v o z y m e s T r y g	C h r . H a n s e n 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.