

Gyldendal

Kvart milliard ikke interessant nok

2015 blev et år, hvor Gyldendals fortsættende aktiviteter, som siden i sommer er uden distributionsvirksomheden NBC, landede et resultat før skat på DKK 76 mio., og således DKK 7 mio. over 2014. Presset på Gyldendal for fortsat at høste omkostningsbesparelser i et fladt marked, bliver dog sværere, og med omkostninger til restrukturering af bogklubaktiviteterne, vil resultatet for indeværende år falde. Vi forvent derfor også en fortsat faldende tendens for aktiekursen.

- Ikke en aktie af interesse p.t.** Vi forventer, at både Gyldendals A-aktie og B-aktie vil falde yderligere den kommende tid. Selskabet synes endnu ikke rede til at udlodde en større del af sin knapt kvarte milliard store kassebeholdning til aktionærerne, og uden markedsvækst, er det en forstsat større opgave blot at holde resultatniveauet. Dertil vil yderligere omstrukturering af forlags- og bogklubaktiviteterne medføre omkostninger i et niveau, så resultatet for 2016 vil falde i forhold til 2015. Uden væsentlige værdigenererende opkøb, forventer vi en kurs for B-aktien ned til niveauet 450 (-6 %), og ser et kursniveau for A-aktien på 600 (-10%).
- De lavhængende er plukket** Gyldendal har haft et stærkt fokus på effektiviseringer de seneste par år, hvilket efter flere lukninger af urentable aktiviteter senest medførte et frasalg af bogdistributionsvirksomheden NBC. Det bliver dog stadig sværere at høste effektiviseringer i et sådant omfang, at niveauet for nettoindtjeningen kan opretholdes. Risikoen for faldende indtjening er derfor markant til stede, hvilket vi forventer vil have en afsmittende negativ effekt på aktiekursen.
- Indtjeningen allerede under pres** I år venter Gyldendal et resultat på niveau med 2014 og 2015 før omkostninger til omstruktureringerne af bogklub- og forlagsaktiviteterne. Dette billede af en fastholdelse af indtjeningen er dog ikke helt retvisende, da omkostninger til produktion af digitalt indhold som f.eks. e-bøger og undervisningsportaler posteres under balancen. De stadigt større omkostninger til det digitale produkter får således ikke en direkte indvirkning på resultatopgørelsen, som derfor kan syne bedre. Var omkostningerne blevet ført over resultatopgørelsen ville resultatet før skat for 2015 have været ca. DKK 20 mio. lavere end rapporteret og 2015 vil have været ca. DKK 10 mio. lavere end 2014 i stedet for DKK 7 mio. bedre som rapporteret.
- Størrelsen er vigtig – også for investeringscasen** inden for digitale produkter og digital distribution er størrelse altafgørende. Dette er en trussel for Gyldendals almindelige forretning, hvor konkurrenterne er internationale giganter. Men inden for undervisningsmaterialer er Gyldendal p.t. en af de to store, og står stadigt stærkere i takt med at indkøb bliver centraliseret. Den langsigtede investeringscase i Gyldendal er derfor i større omfang baseret på vækst inden for undervisning.

Anledning: Årsregnskab 2015

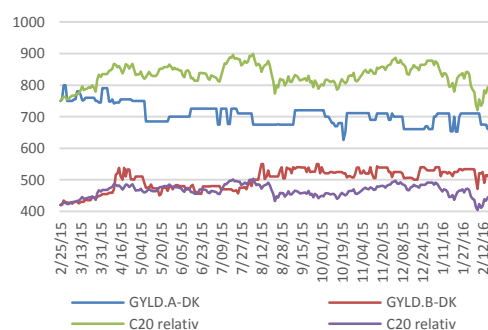
ANBEFALING

A-aktien	Salg
B-aktien	Neutral
Kursforventning A-aktien	600
Kursforventning B-aktien	450
Aktiekurs A-aktien	670
Aktiekurs B-aktien	479

BØRS

Liste	Nasdaq/OMX, Danmark
Sektor	Medier

KURSUDVIKLING 12 måneder



Kilde: Praetorian Research

DKK	3 md.	6 md.	12 md.
Høj (A)	725	725	800
Lav (A)	641	597	597
Høj (B)	540	550	550
Lav (B)	471	471	420
Afkast A (%)	-4	1	-7
Afkast B (%)	-11	-6	18

Markedsværdi (DKK mio.)	673
Antal aktier i alt	1.120.000
Antal A-aktier	560.000
Antal B-aktier	560.000
Kun A-aktier har stemmeret	

Bloomberg kode (B-aktie)	GYLDB:DC
NASDAQ/OMX (B-aktie)	GYLD B

Næste meddelelse: H2 '16 25. Aug. 2016

Selskabets forventninger til 2016

Resultat før skat for de fortsættende aktiver inklusiv omstrukturingsomkostninger vil være lavere end resultatet i 2015 (DKK 76 mio.).

Analyseansvarlig: Jesper Ilsøe

PRAETORIAN RESEARCH
Amagertorv 9, 2.
DK-1160 København K
Tlf.: +45 5025 3000
Mail: info@p-research.dk
www.p-research.dk

Investeringscasen er tæt forbundet med udviklingen inden for uddannelsessektoren	Uddannelse stadig vigtigere for casen Med uddannelse som det eneste segment i vækst, og der hvor kampen om det digitale fodfæste p.t. står, er omdrejningspunktet for investeringscasen Gyldendals performance inden for dette segment. Gyldendal har investeret massivt i digitale uddannelsesplatforme og -læringsmidler og godt hjulpet af statslige støtte midler, har denne del af Gyldendals forretning været i vækst de seneste år. Med en begyndende tendens hvor kommunerne centraliserer indkøb af de digitale uddannelsesprodukter til folkeskolen, vil de største aktører, herunder Gyldendal, stå stærkest, men det vil formentlig også medføre en øget konkurrence og prispres.
Gyldendal står stærk også pga. sin finansielle styrke...	Vi anser Gyldendal for godt positioneret til samlet at drage fordel af udviklingen inden for de digitale læringsmidler til grundskolen, herunder at opkøbe de aktører, der ikke har den fulde palette. Derfor forventer vi også, at Gyldendal vil holde fast i sin bugende pengekasse, så der er finansiering til opkøb.
... så forventer ikke øget udbytte til aktionærerne	Den digitale udvikling har ikke været lige så stor inden for ungdoms-, professions-, og de videregående uddannelser, formentlig fordi der ikke her har været nogen statslig støtte. Inden for disse segmenter vil Gyldendal dog kunne anvende sin størrelse til at være en drivende faktor i udviklingen, herunder gennem at opkøbe nichespillere. Så også til dette segment, forventer vi, at Gyldendal vil fastholde en stor kontantbeholdning til brug for opkøb.
Investeringerne i digitale produkter bidrager til indtjeningen på den lange bane	Gyldendal giver ikke information om omsætning og indtjening på de forskellige segmenter, herunder for uddannelsessektoren. Investeringsniveauet for udviklingsprojekter (primært investering i digitale produkter) er dog steget væsentligt i 2015. Således er færdiggjorte og i gangværende udviklingsprojekter steget fra DKK 10 mio. i 2014 til DKK 34 mio. i 2015. Det er derfor åbenlyst, at Gyldendal øger såvel produktion som udvikling af digitale produkter. På den helt korte bane forventer vi dog ikke, at disse tiltag vil give sig udslag i en mærkbar forbedring af indtjeningen, men derimod at de vil være afgørende for den langsigtede indtjening – og overlevelse – for Gyldendal.
Historiske år ikke helt sammenlignelige	Indtjeningen under pres 2015 regnskabet er influeret af, at Gyldendal i løbet af året frasolgt sin bogdistributionsvirksomhed NBC. Derfor kan 2015-tallene ikke umiddelbart sammenlignes med tidligere år. Dertil medfører det større salg af digitale produkter, at periodeforskydningerne af både omsætning og omkostninger bliver større, således at resultatopgørelsen ikke er helt sammenlignelig med historiske år. De fortsættende aktiviteter forventer Gyldendal i 2016 vil opnå en omsætning og en indtjening på niveau med sidste år, men at resultatet efter omstrukturingsomkostninger vil blive lavere end i 2015.
Det private marked skyld i 3% fald i omsætning - Rosinante og bogklubber i tilbagegang	Omsætningen for de fortsatte aktiviteter (uden NBC) faldt med 3% fra DKK 852 mio. til DKK 830 mio. Faldet skyldes hovedsageligt tilbagegang af salget til private. Dette ses bl.a. også af, at omsætningen i Rosinante, der endnu ikke er lagt ind under Gyldendal, faldt med 11% til DKK 86 mio. Dertil mister bogklubben i lighed med bogklubber i andre lande, formentlig fortsat medlemmer og dermed også omsætning i væsentlig grad.
Resultat steg dog i 2015 – hjulpet af bogføringsprincip	Resultat før skat af de fortsatte aktiviteter steg i 2015 fra DKK 69 mio. til DKK 76 mio. Selvom forbedringen også kan henføres til de fortsatte effektiviseringer i Gyldendal, er fremgangen dog ikke helt retvisende. Hvis omkostningerne til produktion af digitale medier og platforme var taget over resultatopgørelsen, ville resultat før skat have været ca. DKK 20 mio. lavere, således at resultatet for de fortsatte aktiviteter før skat for 2015 ville have udvist et fald i niveauet DKK 10 i stedet for den rapporterede forbedring på ca. DKK 7 mio.
Fravær af internationale bestsellere vil presse omsætningen	Inden for det private segment er Gyldendal i lighed med andre forlag stærkt afhængig af bestsellere, da det er her, indtjeningen primært kommer fra. Særligt de store udenlandske bestsellere har været udslagsgivende for omsætning og indtjening i Gyldendal, herunder Fifty Shades of Grey og Harry Potter. Vi ser dog ikke p.t. nogen udenlandske bestsellere af den kaliber på vej til Danmark og Gyldendal i år, og uden disse, forventer vi, at det generelt pressede private

marked vil medføre yderligere omsætningsfald i år, og dermed yderligere og fortsat pres på indtjeningen i Gyldendal.

Det private marked fortsætter tilbagegangen

Vi estimerer, at Gyldendals omsætningsudvikling i 2016 vil ligne sidste års, således at det private bogmarked vil være negativt påvirket af generelt faldende salg, herunder også på grund af fravær af store internationale bestsellere, faldende aktivitet i bogklubben, samt øget salg af e-bøger, der generelt har en lavere prissætning end trykte bøger.

Uddannelsesmarkedet fortsætter fremgangen

Uddannelsesmarkedet vil formentlig fortsætte sin fremgang, herunder da produkterne til dette marked er abonnementsbaseret og derfor har en stor andel af fortløbende gensalg. Dertil vil en øget andel af centralt foretaget indkøb af digitale materialer og systemer til grundskolen formentlig været til fordel for Gyldendal.

0-vækst en forventelig udgang

Uden segmentoplysninger fra Gyldendal, kan vi ikke reelt estimerer, om fremgangen inden for uddannelse vil opveje faldet inden for det private marked, men Gyldendals forventning om en omsætning på niveau indikerer, at disse to segmenters udvikling opvejer hinanden, hvilket p.t. synes at være en rimelig forventning.

Igen forbedring forventes i indtjeningen i 2016

Indtjeningen i 2016 vil i lighed med 2015 blive positivt påvirket af øget salg af digitale produkter til de forskellige segmenter, da indtjeningsmarginalen er større inden for de digitale produkter, og da omkostningerne til selve produktionen af de digitale produkter føres over balancen som investeringer. Med en 0-vækst i omsætningen, vil der dog være et generelt pres på indtjeningen, som allerede igangsatte effektiviseringer formentlig kun i bedste fald kan udligne. For eventuelle opkøb og restruktureringsomkostninger, forventer vi ikke, at Gyldendal vil kunne generere en øget sammenlignelig indtjening i forhold til 2015.

Ingen opkøb i vente

Gyldendal er og har i flere år været interesseret i at foretag opkøb inden for særligt uddannelsessektoren, uden at det har medført, at Gyldendal har foretaget nogen opkøb. Det er yderst usikkert, om der i 2016 vil være interessante opkøb at foretage for Gyldendal, samt om Gyldendal da vil være i konkurrence med Egmont, der inden for digitale uddannelsesmaterialer, er større end Gyldendal. Den store usikkerhed medfører, at vi fortsat ikke kalkulerer med, at Gyldendals resultatopgørelse i indeværende år vil blive påvirket af opkøb.

Lidt lavere resultat pr. aktie i år...

Derimod vil resultatet i år blive påvirket af restruktureringsomkostninger fra sammenlægningen af bogklubben med forlaget og en mere effektiv platformsdistribution af forlagets produkter. Dette forventer vi beløber sig til under DKK 10 mio., men tilstrækkeligt til, at resultatet før skat i 2016 bliver lavere end sidste år. Da salget af NBC indbragte Gyldendal en fortjeneste på DKK 6 mio., estimerer vi, at 2016 samlet vil resultere i et nettoresultat på DKK 56 mio. (DKK 50 pr. aktie) mod DKK 61 mio. og DKK 51 pr. aktie i 2015.

... er negativt for aktiekursen

Vi forventer således ikke nogen markant tilbagegang i resultatet i 2016, men det er vores forventning, at den blotte tilbagegang vil have en negativ effekt på kursdannelsen inden for den korte horisont.

To faktorer er afgørende for investeringscasen

Risikofyldt langsigtet investeringscase

På længere sigt, er to faktorer helt centrale for investeringscasen; Gyldendals formåen i en ny digital tidsalder, hvor distributionskanalerne formentlig kontrolleres af internationale giganter og Gyldendals udnyttelse af sin relativt gode finansielle situation.

Overvægt af risici

Samlet ser vi ikke p.t. positivt på den langsigtede investeringscase. Værdiansættelsen indikerer en værdi pr. aktie på over DKK 600, men usikkerheden for den fortsatte virksomhed, som den er i dag, og hvilke tiltag der vil eller ikke vil blive foretaget fra Gyldendals, konkurrenternes og markedets side medfører, at vi ikke anser risiciene for tilstrækkeligt prissat på det eksisterende kursniveau.

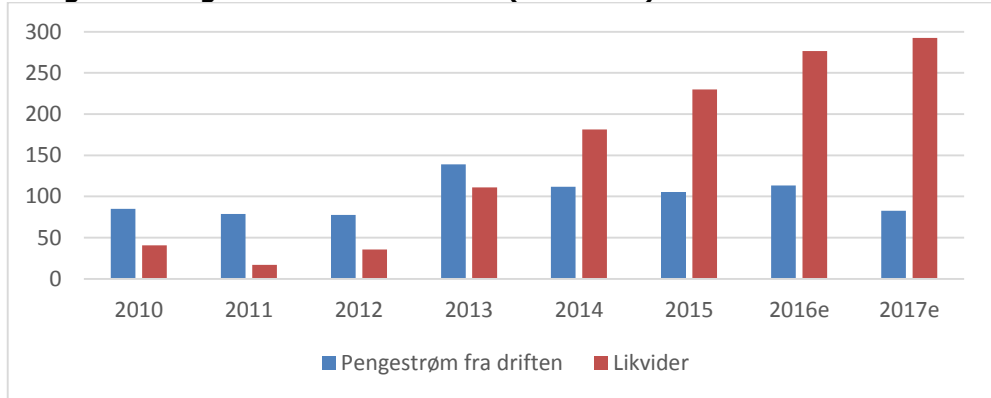
I lighed med andre forlag er Gyldendal afventende over for udviklingen inden for distributionen af digital underholdning. Dette anser vi fortsat for en stor

usikkerhed og risiko for den langsigtede investeringscase. Gyldendals finansielle situation medfører dog, at vi ikke ser Gyldendal i økonomiske vanskeligheder inden for de nærmeste år.

Solid pengestrøm fra driften sikrer ro

Gyldendals solide finansielle situation med en likvidbeholdning ultimo 2015 på DKK 230 mio. er blevet skabt inden for de seneste år, hvor der er genereret en solid pengestrøm fra driften på over DKK 100 mio.

Pengestrøm og likvider 2010-2017e (DKK mio.)



* 2015 korrigeret for indfrielse af personaleindskudskonti og NBC

Cash flow fortsat over DKK 100 mio.

For indeværende år forventer vi også en pengestrøm fra driften over de DKK 100 mio., hvorved Gyldendals finansielle situation vil blive yderligere forbedret, hvis der ikke foretages likviditetskrævende opkøb. I givet fald vil Gyldendal kunne have en likvid beholdning på over en kvart milliard i løbet af i år.

DKK 250 mio. til opkøb – måske ikke nok

Vi forventer ikke, at Gyldendal vil bruge af likviditeten til større udlodninger til aktionærerne inden for de nærmeste par år, da Gyldendal skal øge sin tilstedeværelse inden for det digitale område – et område hvor selv DKK 250 mio. kan vise sig at være for lidt.

Likvider har høj værdi

En opbygning af kapital vil dog inden for de næste 1-2 år kunne få en positiv effekt på aktiekursen, da en større del af prisfastsættelsen af selskabet da vil udgøres af en likvidbeholdning.

Negative kursforventninger

Kursfald i niveauet 6-10% i vente

Vi forventer, at kursen på B-aktien vil fortsætte en svagt negativ tendens ned i og omkring niveauet DKK 450, svarende til et fald i niveauet 6%. A-aktien bør handle til samme kurs som B-aktien, men på trods af, at A-aktien igennem længere tid har faldet mod niveauet for B-aktien, handles den fortsat med en præmie i niveauet 40%. Vi forventer en fortsat sivende kursudvikling for A-aktien, således at den inden for de næste 6-12 måneder handler i niveauet DKK 600, svarende til et fald på ca. 10%.

NØGLETAL

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kursrelaterede						
P/S	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E (markedsværdi/nettoresultat)	16,6	10,9	11,7	11,5	11,2	13,3
K/I (markedsværdi/egenkapital)	1,9	1,7	1,6	1,5	1,3	1,3
EV/Omsætning	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,9	4,6	5,0	4,4	4,2	4,5
EV/EBIT	9,8	6,5	6,4	6,0	5,6	6,6
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	9,2	13,4	14,6	14,3	13,9	11,2
ROE (%)	11,3	16,0	13,9	12,6	12,0	9,6
ROIC (%)	27,3	48,0	57,8	30,0	18,4	14,0
Udbytteafkast (%)	5,3	5,1	3,8	3,8	4,6	4,2
Udbytteandel (%)	60,3	38,0	36,6	36,1	43,0	46,4
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	47%	49%	57%	56%	58%	59%
Gearing (%)	-20%	-37%	-44%	-51%	-50%	-49%
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	33,2	52,6	54,6	49,8	51,2	43,1
Udbytte pr. aktie	20,0	20,0	20,0	18,0	22,0	20,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	554	507	493	424	408	403
Markedsværdi (DKK mio.)	616	640	666	643	643	643
Antal aktier i alt (mio.)	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Aktiekurs (B-aktie, ultimo året / aktuelt)	375	390	530	479	479	479

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.						
	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nettoomsætning	859	845	830	839	855	830
EBITDA	94	111	98	95	97	90
<i>EBITDA-margin (%)</i>	<i>10,9</i>	<i>13,1</i>	<i>11,8</i>	<i>11,4</i>	<i>11,4</i>	<i>10,9</i>
EBIT	56,3	78,0	76,6	71,1	72,8	61,1
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	<i>6,6</i>	<i>9,2</i>	<i>9,2</i>	<i>8,5</i>	<i>8,5</i>	<i>7,4</i>
Netto finansposter	-2	-2	0	1	2	2
Resultat før skat	55	76	82	72	74	63
Resultat efter skat	37	59	61	56	57	48
<i>Resultatgrad (%)</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>5,8%</i>
Balance DKK mio.						
	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Immaterielle aktiver	61	53	56	71	89	104
Materielle aktiver	180	177	97	101	105	110
Finansielle aktiver	1	0	0	1	1	1
Varebeholdninger	109	93	86	94	94	91
Tilgodehavende	246	245	243	247	251	244
Likvid beholdning	111	181	230	277	293	298
Aktiver i alt	707	749	712	790	832	848
Egenkapital	328	367	408	441	478	502
Minoriteter	1	1	1	1	1	1
Hensættelser	22	26	12	12	12	12
Langfristet gæld	41	37	52	52	52	52
Kortfristet rentebærende gæld	3	7	0	0	0	0
Leverandørgæld	40	42	42	43	44	42
Anden gæld	272	268	196	240	245	238
Passiver i alt	707	749	712	790	832	848

INVESTERINGSCASE

Investeringscasen i Gyldendal er primært baseret på:

- at selskabet opretholder en jævn indtjening, der supporterer udbytter minimum i niveauet DKK 20 pr. aktie
- skjulte værdier i ejendomme i niveauet DKK 100 mio.
- organisk og akkvisitorisk vækst inden for uddannelsessektoren
- at selskabet på kort sigt kan opretholde/forbedre indtjeningsevnen, men at indtjeningsevnen vil blive udhulet på sigt
- at der er et potentiale fra den store backlist, men at udnyttelsen af dette, fortsat er meget usikker

MULIGHEDER OG RISICI PÅ KORT SIGT

- Potentielt værdiskabende opkøb af forlag/aktiviteter inden for Gyldendals kernekompetencer
- Fortsat øget effektivisering og omkostningsreduktioner

MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Potentielt værdidestruerende opkøb uden for Gyldendals kernekompetencer
- Salg af digitaliseret backlist / streaming
- Ulovlig kopiering af digitale udgivelser
- Konkurrence fra gratisudgivelser og services på internettet

PRISFASTSÆTTELSE

DCF indikerer en værdi pr. aktie i niveauet DKK 600.

Den bogførte værdi er i niveauet DKK 450-500 pr. aktie inklusiv værdien af ejendomme.

P/E '16 i niveauet 11 (for B-aktien) anses for værende fair, svarende til en kurs i niveauet DKK 450.

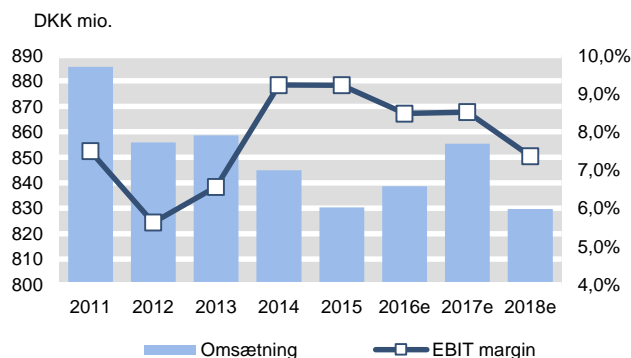
A-aktien handles med en, dog faldende, præmie til B-aktien. På sigt ventes præmien at ophøre.

Langsigtet kursværdi pr. A-aktie, DKK	600
Langsigtet kursværdi pr. B-aktie, DKK	600
Kortsigtet kursforventning, A-aktie	600
Kortsigtet kursforventning, B-aktie	450

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

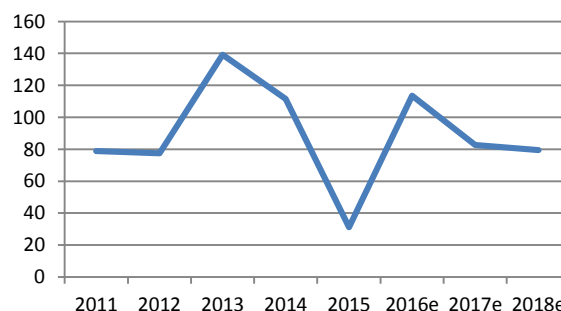
Gyldendal er Danmarks ældste og største bogforlag. Selskabet har udgivelser inden for underholdning, uddannelse/undervisning, fakta og business. Salg af udgivelserne sker primært til boghandlere og i stigende omfang til supermarkeder og internetbaserede butikker og services. Dertil sælges egne og andre forlags udgivelser direkte til forbrugerne gennem egne bogklubber.

Udvikling i omsætning og EBIT



Kilde: Praetorian Research

Udvikling i cash flow fra driften (DKK mio.)



Kilde: Praetorian Research

ANBEFALINGSSTRUKTUR

Kurs- og anbefalingsstrukturen er baseret på den forventede absolutte udvikling i aktiekursen på 6-12 måneders sigt. Anbefalingsstrukturen er som følger:

Anbefaling	Forventet kursperformance
Køb	> 10%
Neutral	-10% - +10%
Salg	< -10%

DISCLAIMER

Forholdsregler mod interessekonflikter:

Praetorian Research følger regler og anbefalinger fra Den Danske Børsmæglerforening og Den Danske Finansanalytikerforening til imødegåelse af interessekonflikter m.v. Det er således ikke tilladt analytikere i Praetorian Research eller andre at investere i selskaber, som Praetorian Research analyserer. Notatet kan være sendt til selskabet før offentliggørelse for at undgå, at notatet indeholder faktuelle fejl.

Advarsel:

Dette notat er ikke og skal ikke opfattes som en fuldstændig analyse af noget selskab, branche eller værdipapir. Notatet er baseret på informationer, der er gennemgået omhyggeligt, men Praetorian Research garanterer ikke for materialets fuldkommenhed og påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af notatets informationer og vurderinger. Vurderinger kan ændres uden varsel. Notatet er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud om eller opfordring til at købe eller sælge noget værdipapir.