

Konklusion

Selskabet er en interessant nicheudbyder inden for Health Care, der ser ud til at stå over for et løft i indtjeningen. Det skal gerne vise sig at være indledningen på en egentlig positiv trend. Indtjeningen styrkes fra såvel nye produkter, reduktion i produktionsomkostningerne og lavere finansudgifter. Cash Flow'et er stort og investeringsbehovet lavt i den eksisterende virksomhed. Det giver overskud af penge til ekspansive tiltag (opkøb af andre, mindre selskaber). Udbytte betales endnu ikke pga. gode vækstmuligheder, hvor man kan investere aktivt. Aktien handles ud fra årets forventede indtjening til P/E 17,4, men med udsigt til et niveauskift i det kommende år indebærer det en forward P/E (12E) på kun 12,2. Aktien er især egnet til langsigtede investorer med en tidshorisont som passer til det langsigtede udviklingspotentiale i denne spændende virksomhed.



Anbefaling:

Aktuel Kurs: 8,0

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 3.590 mio. DKK

Antal aktier: 448,75 mio. styk

Næste regnskab: 27-10 (Q3-regnskab)

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 7,0 – 9,5

Kursudvikling 12-18 mdr.: 9 - 12

Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved 10,5 pr. 18-10-2010



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder forventningerne om en vækst i størrelsen 4-6 % i lokal valuta trods en væsentlig større stigning i første halvår. USA går godt. Valutakurserne udgør en påvirkningsfaktor, men omlægning af lån er sket i år med bedre match af indtægterne. Overførsel af produktion fra USA til en ny fabrik i Mexico er en særlig usikkerhedsfaktor selv om planerne følges.



1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	11,2
Lav	7,5

Muligheder

Styrken i udvikling af avancerede produkter presser små udbydere ud. Stordrift vil give bonus baseret på egen produktudvikling og tilkøb af andre selskabers produkter. Brugerens behov og samfundets imødekommelse heraf øges og breddes ud til flere og flere lande med stor befolkning. Markedet vokser dermed. Prisen er ikke væsentlig målt i forhold til fordelene. Udflytning af produktion til Mexico vil forbedre indtjeningen. Gælden er lav og dermed er der plads til ekspansive tiltag.

Risici

Evnen til at være førende i produktudvikling er afgørende. Biomekanisk teknologi med intelligente produkter kan føre til nye aktørers indgang på markedet (teknologspring) og udnyttelse af deres styrke. Høj kvalitet og brugervenlighed er afgørende med risiko for reklamationer/erstatningskrav efter relativ lang tids brug. Regler for tilskud fra offentlige/forsikrings ordninger kan påvirke selskabets økonomi. Aldersbetinget behov for produkterne kan ændre sig pga. brug af medicin (fx Diabetes II). Den nye, effektive fabriksstruktur indebærer følsomhed omkring leverancerne, herunder indkørfasen.

Facts om Össur

Virkefelt: Selskabet fremstiller hjælpemidler i form af proteser og støtteprodukter/-kraver mv. samt kompressionsprodukter, der afhjælper problemer med blodomløbet og udslet. Selskabet er fra et udgangspunkt som bandagist i Island skiftet til industriel håndtering af sådanne produkter, som man selv udvikler. Internationalisering og stordrift har derfor præget udviklingen. Opkøb af andre selskaber med supplerende produktsortiment indgår fortsat i at sikre Össurs ledende stilling i denne højt specialiserede niche, men der er ingen decideret strategi for akquisitioner. Indsatsen i produktudvikling (5 % af salget) er afgørende for dynamikken. Fokus er lagt på høj kvalitet og brugervenlige produkter med anvendelse af moderne og banebrydende teknologi. Bionic er således betegnelse for selskabets produkter med avancerede led, der er indrettet på at efterligne og tilpasse sig brugernes individuelle adfærd i forhold til de løbende påvirkninger, der registreres. Produkterne bliver "intelligente" og er komplekse i deres konstruktion mht. funktionalitet, styrke og design, der søges at efterligne kroppen mest muligt.

Omsætningen: Bracing & Supports (støtteprodukter) 50 %, Proteser 45 %, Compression Therapy 5 %. Salget er geografisk fordelt på Amerika med 52 %, EMEA-landene 43 % og Asien/Pacifik 5 %.

Ledelse: Jón Sigurdsson (født 1956) er adm. direktør (siden 1996); Niels Jacobsen (født 1957; CEO i William Demant Holding) er formand for bestyrelsen.

Medarbejdere: 1.627 (fuldtidsbasis). Fordeling: Island 308, Amerika 740, Europa 620, Kina 39.

Ejerforhold: William Demant Invest A/S 39,6 %, ATP 6,2 %, Fidelity Investments 6,0%, Lifeyrissjodur 6,0 %, Gildi Lifeyrissjodur 5,5 %. Selskabet havde 2.798 aktionærer ultimo 2010. Island repræsenterer 36 %, Danmark 48 % og UK 10 %.

Beskrivelse

Virksomheden blev startet af Össur Kristinsson i 1971 med fremstilling af proteser som et håndværk. Udviklingen er gået fra håndværk til en industriel tankegang baseret på produktudvikling og serieproduktion med mulighed for individuel tilpasning placeret ude hos forhandlerne (bandagister mv.). Det første patent blev udtaget i 1986, og eksport blev dermed mulig. Sikring af sådanne rettigheder bliver stadig vigtigere, og selskabet råder nu over 557 patenter med yderligere 369 under registrering. Hertil kommer rettigheder til design og varenavne mv. Opkøb af selskaber i udlandet med kompletterende produkter har været næste trin i udviklingen samtidig med at den organiske vækst hele tiden holdes oppe. Som følge af at man har opnået en tilfredsstillende sortimentsstruktur er der nu kun interesse for supplerende produkter. I 2010 indledte man desuden en forandring omkring produktionen ved etablering af en ny fabrik i Mexico, der vil forbedre effektiviteten og betyde fordel af et lavere lønniveau.

Strategiens mål er at placere Össur som ledende i denne nicheprægede branche på grundlag af stadig mere avancerede produkter, der sigter på at give brugerne mulighed for at leve så normalt som muligt med mindst mulig gene af handicap eller andre svagheder i kroppen. Spydspidsen er produktudvikling, der omfatter 120 medarbejdere og en udgift svarende til ca. 5 % af omsætningen. Teknologien åbner store muligheder for at efterligne naturligt forekommende leds bevægelser, og indsatsen her (Bionics) vil yderligere koncentrere kredsen af udbydere, som er i stand til at løfte denne store udfordring.

Produktsortimentet er afgørende, og presset for at få de bedste hjælpemidler er naturligvis stort fra brugerens side. Skift er derfor ved at udvikle sig til en dynamisk faktor i dette marked set fra udbydernes synspunkt. Imidlertid indtager professionelle vejledere og betalerne i form af offentlige myndigheder/forsikringsordninger en central position med indflydelse på produktvalget. Proteserne bliver stadig mere avancerede, og man benytter de mest moderne materialer, fx kul fibre. Indholdet heraf opgjort i mængde er begrænset, så det handler mest om forarbejdningsprocessen på det punkt. Værdien for brugerne af disse produkter er selskabets stolthed, og eksemplet med Oscar Pistorius med en placering som nummer 15 blandt løbere i verden fremhæves med rette. Selskabets motto om at kunne leve uden begrænsninger er her blevet virkelighed.

Bracing & Supports (støtteprodukter) har haft USA som markedsførende udgangspunkt og er kommet til via opkøb. Disse produkter er mere almindelige og benyttes derfor bredt, fx halskraver ved ulykker og støtte til svage led for ellers raske mennesker. Volumen er til gengæld stort, og fokusering på skadeforebyggelse øger ligeledes behovet i disse år. Össur ser ikke ud til at interesse sig for de mere krævende, egentlige hjælpemidler som korsetter, da det er individuelt håndværk med for lavt stykantal.

Det tredje segment er ligeledes tilkøbt i form af en fransk virksomhed med aktivitet inden for "Compression Therapy". Produkterne benyttes for at modvirke problemer med blodomløbet mv., og her er man placeret med hjælpemidler til normalområdet. Foreløbig er det en lille aktivitet med kun 5 % andel af omsætningen og udelukkende Frankrig som marked. Et gennembrud opbygget nedefra med produktudvikling, udbredelse af kendskab til produkternes positive genskaber (de er overset) og ekspansion med salg ud i resten af verden udgør potentialet. Om man for alvor vil satse herpå og lykkes med det vides endnu ikke.

Virksomhedens indre organisering præges af en ung struktur baseret på en stærk kerne i udgangspunktet i Island og de tilkøbte enheder. Koncentration af produktudviklingen i centre er afgørende for at opnå "kritisk masse" til at kunne gennemføre de stadig mere avancerede projekter i et tempo som sikrer, at Össur fortsat er med forrest blandt udbyderne. Tempo kræves. Effektiv indhøstning af salgspotentialt i de nye produkter er afgørende for økonomien, hvor stordrift og udnyttelse af salgsorganisationen får voksende betydning for selskabet.

Økonomisk drives virksomheden ansvarligt og dynamisk i en balancegang. Indtjeningsevnen og cash flow generering er høj, mens investeringsbehovet normalt er relativt lavt svarende til ca. 3 % af omsætningen. Overførsel af produktion til den nye fabrik i Tijuana, Mexico, forventes afsluttet i år, hvilket indikerer til at kunne give en besparelse i 2012 på ca. 4 mio. USD. Selskabets kapitalbinding i aktiver i form af anlæg og driftskapital er af moderat størrelse. Den "lette" balance har givet plads til opkøb med betaling af goodwill o.lign. Immaterielle aktiver er derfor blevet den største post med 369 mio. USD (plus 36 mio. USD i aktiveret udskudt skat). Nettogælden er nedbragt gevaldigt igennem de seneste fire år, og dermed har man nu igen mulighed for at foretage opkøb af mellemstore selskaber med kontant betaling. Hensynet til koncernens struktur, branchens forhold og risikobegrænsning tilsiger valg af flere "små bidder" i stedet for en enkelt stor satsning.

Fremtidsudsigter

Vækst er et afgørende mål i enhver dynamisk virksomhed. Hos Össur skal en positiv udvikling primært komme fra succes opnået ved egen indsats omkring produktudvikling, og herved større værdi for brugerne, som søges understreget over for betalere (de der refunderer udgiften) og dermed giver det plads til større fortjeneste for Össur som udbyder. Salgsorganisationen skal udnyttes effektivt til at øge markedsandelen, men i begge de to store segmenter er positionen allerede nummer to. Markedets generelle udvikling er let positiv baseret på forbedret plejestandard (herunder flere lande såvel som fokus på forebyggelse), længere levealder med livsstilsrelaterede sygdomme (diabetes) og skavanker samt behov pga. sportsudøvelse. Selskabet skal derfor selv løfte opgaven med at opnå høj vækst.

Udgangspunktet er godt i form af produktsortiment, kapacitet og organisation. Udviklingen inden for de avancerede proteser må formodes at fortsætte med mulighed for pricing power til leverandørerne. Man skal her opveje det konstante pres for at nedbringe de offentlige sundhedsudgifter, men her fremstår produkterne stærkt, idet brugerne gøres i stand til at klare sig selv og således reduceres behovet for personlig hjælp, som er den dyreste del. Selvhjælp er ideel. Niveaue for kvalitet (mulighed for udskiftning til nye og bedre proteser) er en mere vanskelig beslutning for administratorerne. Faktisk skønner Össur, at 95 % af dets salg sker med en ledsagende refusion fra offentlige sundhedsordninger eller forsikringer. Derfor søger man over for disse betalere at dokumentere produkternes værdi og kvalitet.

Forbedring for brugerne er det afgørende punkt, som man sigter på. Et gennembrud for Bionics teknologi er i gang, og salgsmæssigt åbner det derfor mulighed for en markant stigning i salg og indtjening. Udbredelse af kendskab til disse nyheder og anerkendelse af fordelene er vigtig for at få gang i salget. Omfanget af udskiftning har særlig stor betydning, men det beror på regler hos betalere (sundhedsorganisationerne). Fornyelsen af sortimentet med Bionics teknologi er dog krævende både med hensyn til udviklingsarbejde og udbredelsen efterfølgende i form af salg, og det dæmper tempoet i væksten indledningsvist. Sparetider bremser også en sådan udvikling i nogen udstrækning - men ikke afgørende.

Konkurrencen er i praksis en lige så stor udfordring, og presset herfra stiller høje krav til selskabets indre dynamik. Udviklingen af markedet i retning af industrielle varer må betragtes som en fordel for Össur, og i særdeleshed er stillingen lovende inden for de avancerede nyheder. Teknologipresset vil sandsynligvis medvirke til at reducere antallet af udbydere i toppen. Risikoen for tilkomst af nye aktører er til stede, idet selskaber med et helt andet udgangspunkt (fx IT-leverandører) muligvis kan finde en vinkel til at udvikle nye løsninger. Markedets begrænsede størrelse gør det ikke sandsynligt, men en sådan ny aktør kan gribe forstyrrende ind.

Udsigten er således positiv baseret på selskabets hidtidige præstationer (Track Record). Ekspansion via opkøb forekommer sandsynligt på langt sigt, men man vil formentlig gå forsigtigt frem.

Udviklingen i indeværende år har været solid i salget inden for Bracing & Supports, men forventningerne til hele året forekommer at være afdæmpede. Udflytning af produktionen er vigtig, og det giver derfor en vis usikkerhed omkring driftens forløb, hvilket ellers normalt ikke giver anledning til bekymring. Besparelsernes faktiske omfang påregnes hurtigt at slå igennem næste år.

For 2011 forventer vi et nettoresultat på 41 mio. USD (+17 %), hvilket svarer til en egenkapitalforrentning på 11,3 %. Næste år må kunne give et væsentligt løft i driftsindtjeningen fra både salgsvækst og mere effektiv drift, hvorfor vi estimerer et nettooverskud på 55 mio. USD svarende til et afkast af egenkapitalen på 13,3 %. Rentabiliteten vil dermed i år forblive på det gældende niveau, og herefter kan afkastet stige væsentligt. I 2012 kan det frie Cash Flow nå op på 50 mio. USD, hvilket giver plads til offensive tiltag: nye investeringer, opkøb af andre selskaber, opkøb af egne aktier eller udbyttebetaling. Sidstnævnte er endnu ikke indledt, og med interessante muligheder for aktiv ekspansion er det efter vores vurdering nok den vej ledelsen vil gå i de næste fem år.

Aktien som investering

Virksomhedens natur er bedst egnet til langsigtede investorer med en tidshorisont, der vil tillade potentialet at udfolde sig. Indeværende år ser ud til at fastholde fremgangslinjen men niveauet forbedres først afgørende til næste år ud fra vores bedømmelse. Rubriceret efter aktivitet og branche tilhører Össur Health Care's nichepapirer, der normalt nyder høj anseelse hos investorerne pga. stor styrke i indtjeningsevnen og lav risiko. P/E-kvoterne er derfor høje, og tiltrækningsevnen hos institutionelle forvaltere betyder, at aktierne sidder godt fast på hænderne hos investorerne. Nicher er imidlertid både gode og dårlige, idet den beskyttede natur også indebærer begrænset vækstmulighed. For Össur er denne struktur endnu ikke hæmmende, da der synes at være plads til udfoldelse mange år frem i en branche med mange små, lokale udbydere.

Aktien har begrænset størrelse og likviditet i form af handelsomfang på børsmarkedet, og derfor lever den en temmelig stille tilværelse som børsrapir, hvilket har ført til en attraktiv prissætning set fra nye investorers synspunkt. P/E er for 2011 og 12 henholdsvis 17,4 og 12,2, hvor forskellen fremkommer som følge af udsigt til et niveauskift med et stort løft i indtjeningen i det kommende år. Men man skal altså turde satse mindst et år fremad, da aktien ikke i sig selv er billig vurderet ud fra den gældende indtjening.

Igennem de sidste to måneders turbulens på Børsen har aktien udvist imponerende robusthed ved at kunne fastholde niveauet på 8,0 DKK, og der har endog været en kortvarig optur. Vi vurderer, at aktien indeholder et lovende potentiale i det næste års tid med baggrund i forretningens nichepræg og udsigt til et løft i indtjeningen, der gerne skal vise sig at være begyndelsen på en positiv trend.

Regnskabstal Össur

mio. USD	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
Omsætning	249	332	347	331	359	400	440
EBITDA bruttobidrag	39	64	79	67	74	78	95
EBIT driftsoverskud	20	40	56	48	60	65	80
EBT resultat før skat	-1	8	38	30	48	55	75
Nettoresultat	4	8	28	23	35	41	55
Balance	612	636	604	628	607	625	675
Immaterielle aktiver	387	404	368	370	369	365	365
Nettogæld	-350	-283	-234	-158	-133	-100	-50
Egenkapital	162	250	250	311	342	385	440
							1.700
Antal ansatte	1.190	1.617	1.587	1.532	1.627	1.680	
Antal aktier mio. styk	385	423	423	454	454	449	449
Res. pr. aktie Cent	1,13	1,94	6,73	5,30	7,77	9,1	12,2
Udbytte	0	0	0	0	0	0	0
Indre værdi i Cent	42	59	59	69	75	86	98
EBITDA/Omsætning %	15,9	19,4	22,9	20,3	20,7	19,5	21,6
EBIT/Omsætning %	8,0	12,0	16,0	14,6	16,8	16,3	18,2
Egenkapitalforrentning %	3,0	4,0	11,0	8,1	10,2	11,3	13,3
Egenkapitalandel %	26	39	41	50	57	62	66

NB: USD kurs d.d. 5,37 DKK



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Össur, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke aktier i Össur på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.