

GN



VÆRDIANSÆTTELSE AF GN STORE NORD A/S

**Forfattere:**

Heine Oliver Axelsen
Simon Mørk Madsen
Frederik Herbst Andersen

Vejleder:

Jens Henrik Riis Andersen

Aalborg Universitet
HDR (Viborg)
Maj 2025

Abstract

This study conducts a fundamental analysis to determine the theoretical market value of GN Store Nord A/S, a leader in hearing technology and audio solutions, as of 12 March 2025, and evaluates whether its stock is over- or undervalued at 117.35 DKK. Prompted by a 77% share price decline from 2020 to 2024 amid macroeconomic challenges, the analysis employs PESTEL, Porter's Five Forces, value chain, SWOT, financial performance metrics (2020–2024), and a discounted cash flow (DCF) valuation with sensitivity analysis.

The strategic analysis underscores GN's innovation and synergies across its Hearing, Gaming & Consumer, and Enterprise divisions, with opportunities in aging populations and hybrid work trends, though it faces threats from competition and geopolitical risks.

Financial analysis reveals declining profitability, with return on equity falling from 25.2% to 10.4% (2020–2024), driven by rising raw material costs and the 2022 SteelSeries acquisition, despite signs of recovery in 2024. Compared to peers, GN's lower profit margin is counterbalanced by a higher enterprise value, reflecting growth expectations.

The DCF valuation estimates a base-case share price of 151.11 DKK, indicating a 28.8% undervaluation, with sensitivity to WACC and growth assumptions. The bear case yields a share price of 105.29 DKK, and the bull case yields 201.21 DKK.

GN appears undervalued with growth potential, but macroeconomic and competitive risks necessitate sustained focus on cost management and innovation, as reflected in the wide spread between the bear and bull cases.

Abstract	1
1. Indledning	4
2. Problemformulering	4
3. Afgrænsning	5
4. Metode	5
4.1 Struktur	5
4.2 Datakilder og kildekritik	6
5. Præsentation af GN Store Nord A/S	6
5.1 Historie	6
5.2 Virksomhedsbeskrivelse	7
5.3 Strategi og værdier	8
5.4 Aktiekursudvikling	8
6. Strategisk Analyse	9
6.1 PESTEL-analyse	10
6.1.1 Politiske faktorer	10
6.1.2 Økonomiske faktorer	11
6.1.3 Sociokulturelle faktorer	12
6.1.4 Teknologiske faktorer	12
6.1.5 Miljømæssige faktorer	13
6.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer	13
6.2 Porter's Five Forces-analyse	14
6.2.1. Konkurrenceintensitet blandt eksisterende aktører	14
6.2.2. Trussel fra nye aktører	16
6.2.3. Købernes forhandlingsmagt	17
6.2.4. Leverandørernes forhandlingsmagt	18
6.2.5. Trussel fra substitutter	18
6.3 Porter's værdikædeanalyse	19
6.3.1 Primære aktiviteter	20
6.3.2 Understøttende aktiviteter	23
6.4 SWOT	26
6.4.1 Styrker	26
6.4.2 Svagheder	27
6.4.3 Muligheder	28
6.4.4 Trusler	28
7. Regnskabsanalyse	29
7.1.1 Reformulering af balance	30
7.1.2 Reformulering af resultatopgørelse	31
7.2 Rentabilitetsanalyse	31
7.2.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)	31
7.2.2 Afkastningsgraden (ROIC)	32
7.2.3 Overskudsgraden (EBIT%)	33
7.2.4 Capital Turnover	34
7.2.5 Financial Structure Ratio	34
7.2.6 Financial Cost Ratio	35

7.2.7 Tax Effect Ratio	36
7.2.8 Likviditetsgrad	36
7.2.9 Soliditetsgrad	37
7.3 Analyse af peer-gruppe	38
7.4 Delkonklusion	39
8. Budgetforudsætninger	40
8.1 Hearing	41
8.1.1 Omsætningsvækst	41
8.1.2 Dækningsgrader	41
8.2 Enterprise	42
8.2.1 Omsætningsvækst	42
8.2.2 Dækningsgrader	43
8.3 Gaming & Consumer	44
8.3.1 Omsætningsvækst	44
8.3.2 Dækningsgrader	44
8.4 Konsolideret	45
8.4.1 Resultatposter	45
8.4.2 Reguleringer til de frie pengestrømmene	47
8.5 Delkonklusion	48
9. WACC	49
9.1 Afkastkrav til egenkapitalen	49
9.1.1 Risikofri rente	49
9.1.2 Beta	50
9.1.3 Markedsrisikopræmie	50
9.2 Afkastkrav til fremmedkapital	51
9.2.1 Skattesats	51
9.2.2 Gældsrente	51
9.3 Beregning af WACC	51
10. Værdiansættelse	52
10.1 Opgørelse af fremtidige frie pengestrømme	53
10.2 Diskontering af fremtidige frie pengestrømme	53
10.3 Værdi af egenkapital	54
10.3.1 Positivt udfald	54
10.3.2 Negativt udfald	55
10.4 Følsomhedsanalyse	56
11. Konklusion	58
12. Litteraturliste	60
13. Bilag	64

1. Indledning

GN Store Nord A/S, en global leder inden for høreteknologi og lydløsninger, har oplevet betydelige udsving i sin aktiekurs siden 2021. I perioden frem til marts 2025 har aktien lidt et markant procentvis tab, der overstiger nedgangen i det bredere danske aktiemarked, repræsenteret ved OMXC25-indekset (Nasdaq, 2025).

Denne udvikling afspejler en udfordrende periode præget af makroøkonomisk usikkerhed, herunder vedvarende inflation, stigende renter fra centralbanker og geopolitiske spændinger, der har påvirket globale finansmarkeder (International Monetary Fund, 2025). Samtidig har GN Store Nord været centrum for opkøbsspekulationer, især efter at William Demant Invest i 2024 øgede sin ejerandel i selskabet væsentligt (GN Store Nord A/S Årsrapport 2022, s. 57).

Formålet med denne opgave er at fastsætte GN Store Nords teoretiske markedsværdi pr. 12. marts 2025 gennem en fundamental analyse og vurdere, om aktien er over- eller undervurderet i forhold til dens markedskurs.

2. Problemformulering

Hvad er den teoretiske markedsværdi af GN Store Nord A/S pr. 12. marts 2025, og er aktien over- eller undervurderet i forhold til markedskursen?

Denne problemformulering understøttes af følgende underspørgsmål:

- **Strategisk analyse:** Hvilke interne og eksterne faktorer påvirker GN Store Nords værdiskabelse?
- **Regnskabsanalyse:** Hvordan har GN Store Nords rentabilitet og nøgletal udviklet sig, og hvordan præsterer selskabet i forhold til konkurrenterne?
- **Værdiansættelse:** Hvad er den beregnede aktiekurs for GN Store Nord, og hvordan påvirkes denne af forskellige fremtidsscenarier i en følsomhedsanalyse?

3. Afgrænsning

Denne opgave fokuserer udelukkende på at fastsætte GN Store Nords beregnede aktiekurs gennem en fundamental analyse og sammenligne denne med markedskursen pr. 12. marts 2025.

Analysen baseres på GN Store Nords seneste årsregnskab pr. 31. december 2024, denne udkom d. 12 marts 2025, hvorfor denne dato også er valgt som skæringsdato ovenfor, da det vurderes at selve årsrapporten er indregnet i aktiekursen på datoen for aflæggelsen.

Regnskabsanalysen omfatter en periode fra 2020 til 2024 for at sikre et relevant og aktuelt sammenligningsgrundlag. Ældre regnskabsår udelades, da de anses for mindre relevante for den aktuelle værdiansættelse.

Peer-gruppe-analysen baseres på ikke-reformulerede regnskaber for at sikre konsistens mellem selskaberne, og kun børsnoterede konkurrenter inkluderes, da markedsdata for ikke-børsnoterede selskaber ikke er tilgængelige.

4. Metode

4.1 Struktur

Opgaven er opdelt i følgende afsnit for at besvare problemformuleringen:

1. **Introduktion til GN Store Nord:** En præsentation af selskabet, dets historie, forretningsområder og aktiekursudvikling fra 2020 til 2024.
2. **Strategisk analyse:** Analyse af eksterne og interne faktorer, der påvirker GN Store Nord. Eksternt anvendes PESTEL-modellen til makromiljøet og Porter's Five Forces til branchen. Internt anvendes værdikædeanalyse som opsummeres i en SWOT.
3. **Regnskabsanalyse:** En analyse af rentabilitet og vækst baseret på reformulerede resultatopgørelser og balancer for perioden 2020-2024. Derudover sammenlignes GN Store Nord med en peer-gruppe af konkurrenter.
4. **Værdiansættelse:** En budgettering baseret på strategiske og regnskabsmæssige værdidrivere udarbejdes for en 5-årig periode. Værdiansættelsen udføres med DCF-model for et base case-scenarie, suppleret af en følsomhedsanalyse for alternative scenarier.
5. **Konklusion:** En sammenfatning af analyserne og en vurdering af GN Store Nords teoretiske aktiekurs.

Teorier og modeller introduceres løbende i opgaven for at sikre en flydende læseoplevelse. Det antages, at læseren har kendskab til grundlæggende finansielle begreber.

4.2 Datakilder og kildekritik

Opgaven baseres på kilder med høj troværdighed, herunder GN Store Nords årsrapporter, offentlige dokumenter og anerkendte finansielle databaser. Årsrapporterne og data fra GN Store Nord A/S' investor relations kan have en vis subjektivitet, men deres validitet understøttes af regnskabsmæssige og juridiske krav til rapportering og informationsdeling der stilles til børsnoterede selskaber. Data fra GN Store Nords hjemmeside anvendes med en vis forsigtighed, da de kan være præget af selskabets eget perspektiv og interesse, men anses for acceptable til formålet.

Denne opgave er baseret på sekundære kvantitative data. Dataene, som er anvendt til at analysere GN Store Nords aktiekursudvikling, stammer fra eksisterende kilder, herunder finansielle rapporter og analyser og herudover data fra offentligt tilgængelige databaser.

Brugen af sekundære kvantitative data giver mulighed for en objektiv vurdering af udviklingstrends over tid, men begrænser analysen til de tilgængelige tal og udelukker kvalitative indsigter fra primære kilder.

Yderligere anvendes artikler fra finansielle medier, statslige publikationer, som vurderes troværdige. Alle data er offentligt tilgængelige, og analysen tager udgangspunkt i et eksternt perspektiv, hvilket sikrer, at resultaterne afspejler markedets informationsgrundlag.

5. Præsentation af GN Store Nord A/S

5.1 Historie

GN Store Nord blev grundlagt i 1869 som Det Store Nordiske Telegraf-Selskab med en vision om at forbinde verden gennem telegrafnetværk, der strakte sig fra Europa til Asien. I sine tidlige år spillede selskabet en afgørende rolle i at etablere global kommunikation, blandt andet ved at lægge undersøiske kabler mellem Danmark, Rusland og Østasien.

Gennem det 20. århundrede tilpassede GN sig teknologiske fremskridt og skiftede gradvist fokus fra telegrafi til moderne kommunikations- og lydteknologier. I 1977 markerede selskabet sin indtræden i høreteknologimarkedet med opkøbet af Danavox, en dansk producent af høreapparater, hvilket lagde grundstenen for GN Hearing.

Denne strategiske udvidelse blev yderligere styrket i 2000 med opkøb af Beltone, en amerikansk høreapparatproducent, og Jabra, en pioner inden for trådløse headsets, hvilket etablerede Gaming & Consumer som en nøglespiller i lydløsninger (GN.com).

I 2016 opkøbte GN Audigy, en amerikansk audiologigruppe, for at styrke distributionskanalerne i Nordamerika, og i 2022 udvidede selskabet sin tilstedeværelse i gaming-markedet med opkøbet af SteelSeries for 8,5 mia. kr., hvilket tilføjede et hurtigt voksende segment til Gaming & Consumer (GN Store Nord Årsrapport, 2022, s. 30).

I dag er GN Store Nord en global aktør, der kombinerer sin arv inden for kommunikation med avanceret teknologi for at imødekomme behovene i høreteknologi og lydindustrien.

5.2 Virksomhedsbeskrivelse

GN Store Nord A/S er en børsnoteret virksomhed med hovedkontor i Ballerup, Danmark, og en global tilstedeværelse, der spænder over mere end 100 lande (GN Store Nord årsrapport, 2024, s. 16). Selskabet er en af verdens førende udbydere af høreteknologi og lydløsninger og opererer gennem tre primære divisioner.

- Hearing udvikler og markedsfører avancerede høreapparater under anerkendte brands som ReSound og Beltone, og imødekommer dermed det stigende behov for høreteknologi i takt med verdens aldrende befolkning.
- Gaming & Consumer omfatter produktion og salg af headsets og andet lydudstyr til både private forbrugere og gamere, gennem stærke brands som Jabra og SteelSeries. Området dækker blandt andet produkter til hjemmearbejde, kontorbrug og e-sport.
- Enterprise fokuserer på B2B-kommunikationsløsninger og leverer headsets og videokonferenceudstyr til virksomheder og offentlige institutioner over hele verden.

I 2024 genererede GN Store Nord en omsætning på 17,9 mia. kr., hvilket afspejler en stærk position i både høreteknologi og lydmarkeder. Selskabet beskæftiger ca. 8.000 medarbejdere, herunder højt kvalificerede R&D-ingeniører i Danmark, produktionspersonale i Asien og salgs- og serviceteams globalt.

GN's produktionsfaciliteter er placeret i Danmark, Kina, Malaysia, USA og Spanien, hvilket sikrer en balance mellem højteknologisk kvalitet og omkostningseffektivitet (GN Store Nord

Årsrapprt, 2024, s. 16). Med en kombination af stærke brands, teknologisk innovation og global distribution er GN Store Nord velpositioneret til at møde fremtidens udfordringer i en konkurrencepræget industri.

5.3 Strategi og værdier

GN Store Nords strategiske ramme, er centreret omkring tre hovedpiller: teknologisk innovation, synergiudnyttelse og vækst gennem strategiske opkøb.

Selskabet investerer betydeligt i forskning og udvikling for at udvikle avancerede løsninger, såsom AI-drevne høreapparater, støjreducerende headsets og B2B-kommunikationsudstyr, der imødekommer individualiserede kundebehov. Synergier mellem divisionerne udnyttes ved at dele teknologiske fremskridt, såsom trådløse forbindelser og lydalgoritmer, mellem Hearing, Gaming & Consumer og Enterprise, hvilket øger effektiviteten og styrker konkurrenceevnen.

Strategiske opkøb, som SteelSeries i 2022 og tidligere opkøb af Jabra og Beltone, muliggør markedsudvidelse og adgang til nye kundegrupper, såsom gamere og erhvervskunder. GN's kerneværdier omfatter innovation, kvalitet og kundeorientering, hvilket afspejles i selskabets fokus på at levere personlige og pålidelige produkter samt overlegen service, især i høreteknologisegmentet, hvor fjernjustering og audiologisupport er afgørende.

Bæredygtighed er også en prioritet, med initiativer som brug af genanvendte materialer og en 58% reduktion i Scope 1 og 2 CO₂-udledninger siden 2021, hvilket understøtter GN's forpligtelse til ansvarlig drift (GN Store Nord Årsrapport, 2024, s. 3). Disse strategier og værdier positionerer GN Store Nord til at navigere i en teknologidrevet fremtid og opretholde sin globale markedsposition.

5.4 Aktiekursudvikling

Fra 1. januar 2020 til 31. december 2024 udviklede GN Store Nords aktiekurs fra 586 kr. til 134 kr., hvilket svarer til et fald på 77%. Denne markante nedgang afspejler en række udfordringer, som selskabet har stået overfor i perioden.

GN Store Nord (GN), DK0010272632

Historical Prices Chart



Figur 1 - GN Store Nord A/S aktiekurs (Nasdaq 2025)

Grafen ovenfor illustrerer aktiekursens historiske udvikling i perioden. I starten af 2020 og gennem 2021 oplevede GN Store Nord en stærk stigning i aktiekursen, der toppede omkring midten af 2021 tæt på 600 kr. Dette blev drevet af en positiv markedsudvikling og stærke resultater, især inden for selskabets kerneforretninger som høreapparater og lydteknologi.

Dog begyndte kursen at falde markant fra slutningen af 2021 og fortsatte nedad gennem 2022. Denne nedgang kan tilskrives en kombination af faktorer, herunder makroøkonomiske udfordringer som stigende inflation, renteforhøjelser og en svækkelse i forbrugernes efterspørgsel. Derudover har GN Store Nord stået over for operationelle udfordringer, herunder udfordringer med forsyningskæde og øget konkurrence i markedet for høreapparater.

I 2023-2024 stabiliserede aktiekursen sig noget, men den forblev på et væsentligt lavere niveau end i starten af perioden. Dette indikerer, at investorerne fortsat har en afventende holdning til selskabets evne til at genvinde sin tidligere vækst. Fremadrettet vil GN Store Nord's evne til at innovere, optimere driften og navigere i et udfordrende globalt marked være afgørende for at genopbygge tilliden blandt investorer og potentielt vende den negative kursudvikling.

6. Strategisk Analyse

GN Store Nord A/S står som en global leder inden for høreteknologi og lydløsninger og opererer gennem tre centrale forretningsområder: Hearing, der udvikler avancerede høreapparater; Gaming & Consumer, som leverer headsets og gaming-udstyr til forbrugere; og Enterprise, der tilbyder kommunikationsløsninger til virksomheder. I en tid præget af hurtige teknologiske fremskridt, stigende konkurrence og komplekse globale udfordringer er det afgørende at forstå selskabets strategiske position.

De følgende analyser kortlægger GN Store Nords strategiske position i en dynamisk industri, hvor innovation, kundeloyalitet og effektiv drift er nøglen til succes. Gennem en grundig vurdering af både interne ressourcer og eksterne markedsforhold giver analyserne et overblik over selskabets strategiske fundament.

6.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen kortlægger de makromiljømæssige faktorer, der påvirker GN Store Nord A/S, en global leder inden for høreteknologi og lydløsninger. Analysen dækker politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, som påvirker selskabets drift, vækst og strategiske beslutninger i 2025. Hver faktor analyseres med henblik på at identificere muligheder og trusler i GN Store Nords forretningsmiljø.

6.1.1 Politiske faktorer

GN Store Nords tilstedeværelse i over 100 lande medfører eksponering over for en bred vifte af politiske forhold. Efter en periode med høje renter i 2022-2023 har Den Europæiske Centralbank (ECB) gradvist sænket renterne, og en fortsat lempelse i 2025 forventes at reducere finansieringsomkostninger og stimulere forbruget i Europa (ECB Annual Report, 2024). I modsætning hertil udviser Federal Reserve i USA forsigtighed i sin rentepolitik på grund af inflationære tendenser, hvilket lægger en dæmper på investeringslysten i Nordamerika (Federal Reserve Monetary Policy Report, 2024).

Handelskonflikten mellem USA og Kina, hvor tariffer på elektronik er blevet implementeret, har fordyret mikrochips – en nøglekomponent i både høreapparater og headsets (USTR, 2025). GN Store Nord er særligt påvirket, da selskabet har produktion i Kina. Samtidig kan

Kinas stigende eksport til Europa bidrage til lavere inputomkostninger, men intensivere konkurrencen fra asiatiske producenter. Ukraine-konflikten, som stadig er aktuel i 2025, fører til høje energipriser i Europa og udfordrer forsyningerne af kritiske materialer som neon og palladium, der anvendes i halvlederproduktion (IEA, 2025).

GN's tilbagetrækning fra det russiske marked i 2022 resulterede i et omsætningstab på cirka 1 % (GN Store Nord Annual Report, 2022, s. 25), men signalerer samtidig en tydelig overholdelse af internationale sanktioner.

Tiltag som USA's CHIPS Act og EU's halvlederstrategi har til formål at reducere afhængigheden af asiatiske leverandører, men implementeringsvanskeligheder i 2025 skaber usikkerhed om stabiliteten i leverandørkæderne (European Commission, 2024). I denne sammenhæng er det afgørende, at GN Store Nord opretholder en fleksibel risikostyring for at navigere mellem omkostningspres og geopolitiske spændinger.

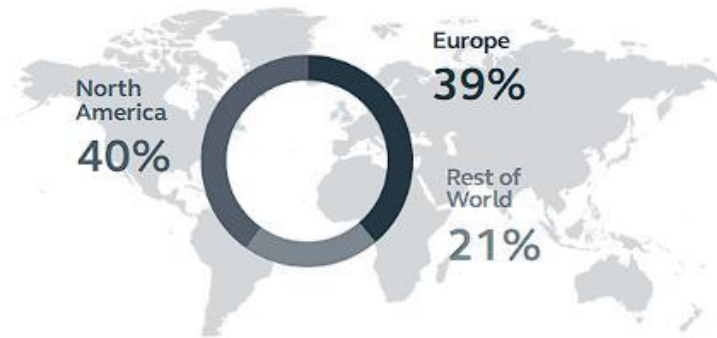
6.1.2 Økonomiske faktorer

De globale økonomiske udsigter spiller en central rolle i GN Store Nords vækstpotentiale og forbrugernes købekraft. I 2025 forventes verdensøkonomien at vokse med 2,8 %, men væksten i Europa og USA – GN's hovedmarkeder – er lavere og estimeres til 1,5-2 %, hvilket lægger pres på efterspørgslen efter både prisfølsomme høreapparater og premium-headsets (IMF, 2025).

Selvom inflationen er faldet siden toppen i 2022-2023, ligger den fortsat på 2-4 % i Europa og USA, hvilket øger produktions- og transportomkostningerne, især som følge af høje energipriser (Eurostat, 2025).

En stærk amerikansk dollar i 2025 gør importen fra Kina dyrere, men forbedrer samtidig GN's indtjening i det amerikanske marked, som udgør en stor andel af den samlede omsætning.

Revenue distribution



Figur 2 - GN Store Nord A/S årsrapport 2024, s. 20

Lav arbejdsløshed i Europa (6 %) og USA (4 %) sikrer en stabil arbejdsstyrke, men kan medføre lønpres (OECD, 2025). Den mere lempelige pengepolitik skaber muligheder for øgede investeringer i forskning og udvikling samt opkøb – som f.eks. SteelSeries i 2022.

6.1.3 Sociokulturelle faktorer

Sociokulturelle ændringer former efterspørgslen på GN's produkter. Den globale aldring af befolkningen øger behovet for høreapparater, og over 1,5 milliarder mennesker lider af høretab, en gruppe der vokser med 2 % årligt (WHO, 2023). GN's brands som ReSound og Beltona er målrettet ældre brugeres behov for diskrete og brugervenlige løsninger.

Samtidig efterspørger yngre forbrugere avancerede teknologiske løsninger såsom trådløse headsets og AI-drevne høreapparater, hvilket understøtter væksten i Jabra og SteelSeries, men stiller høje krav til innovation i mødet med konkurrenter som Apple og Sony (Statista, 2024).

Den stigende sundhedsbevidsthed blandt forbrugere øger interessen for høreapparater, da ubehandlet høretab forbindes med kognitive problemer. Dette styrker efterspørgslen både i det private og erhvervsmæssige marked for hørebeskyttelse, hvilket kommer produkter som FalCom og SteelSeries til gode (CDC, 2023).

I Asien hæmmer socialt stigma stadig væksten på høreapparatområdet, hvilket nødvendiggør oplysningskampagner, mens USA og Europa forbliver modne markeder med højt kendskab (Lancet, 2021).

Det stigende hybridarbejde i 2025 skaber øget efterspørgsel efter Jabra-headsets, men stiller samtidig krav om kulturelle tilpasninger i forhold til medarbejderes forventninger om fleksibilitet (Gartner, 2024).

6.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologisk udvikling er afgørende for GN Store Nords konkurrenceevne. Selskabet arbejder aktivt med at integrere kunstig intelligens i både høreapparater og headsets for at forbedre lydtilpasning og støjreduktion. Eksempler herpå er ReSound's realtidslydjustering og Jabra's lydoptimering, men konkurrencen fra aktører som Sonova og Apple kræver løbende og omfattende investeringer i forskning og udvikling (GN Store Nord Annual Report, 2023, s. 52).

Bluetooth 5.3 og lavenergichips forbedrer produkternes funktionalitet, men skaber samtidigt udfordringer med kompatibilitet på tværs af styresystemer som iOS og Android (Bluetooth SIG, 2024).

Den globale mangel på mikrochips, som er blevet forværret af geopolitiske spændinger, truer med at forsinke produktionen (Gartner, 2024). GN benytter cloud-baserede løsninger til fjernjustering af høreapparater, hvilket øger kundetilfredsheden, men forudsætter betydelige investeringer i cybersikkerhed (ENISA, 2024).

Integration af høreteknologi i wearables som smartwatches er en voksende tendens, men forudsætter strategiske partnerskaber og betydelige ressourcer (IDC, 2024).

6.1.5 Miljømæssige faktorer

Miljøkrav vinder betydning i lys af bæredygtighed. EU's Green Deal og CO2-reduktionsmål for 2030 tvinger GN til at optimere produktionen, især da høje energipriser i Europa, drevet af Ukraine-konflikten, hæver omkostningerne i Danmark.

Strengt EU-regler for affaldshåndtering kræver genbrugsprogrammer for høreapparater og headsets, men små batterier og komplekse materialer øger omkostningerne hertil. (EU Circular Economy Action Plan, 2023).

Forbrugere efterspørger bæredygtige materialer (Ellen MacArthur Foundation, 2024), og GN Store Nord eksperimenterer med biobaserede plastmaterialer, hvilket kan hæve priserne i konkurrence med billigere alternativer.

6.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer

Lovgivning påvirker GN's drift og produktudvikling. Høreapparater er underlagt EU's Medical Device Regulation (MDR), hvilket øger dokumentationsomkostninger, men sikrer kvalitet og forbrugertillid (EU MDR, 2017). GDPR og lignende databeskyttelseslove i USA og Asien kræver robust beskyttelse af brugerdata, især for cloud-baserede høreapparater, hvor overtrædelser kan føre til bøder (EDPB, 2024).

GN's patentportefølje beskytter innovationer, men svag IP-håndhævelse i Kina risikerer kopiering (WIPO, 2024).

Tariffer i USA og EU, som nævnt, hæver import- og eksportomkostninger, hvilket kræver prisjusteringer eller produktionsflytning (WTO, 2025). Strengt arbejdsmiljølove i Danmark og EU kræver investeringer i medarbejdersikkerhed, men forbedrer tilfredsheden (EU OSHA, 2024).

Delkonklusion

PESTEL-analysen viser, at GN Store Nord opererer i et dynamisk makromiljø. Politiske og økonomiske usikkerheder, såsom handelskrige og inflation, skaber omkostningspres, mens sociokulturelle og teknologiske tendenser åbner vækstmuligheder gennem innovative produkter. Miljømæssige og lovgivningsmæssige krav kræver investeringer, men kan styrke selskabets omdømme og konkurrenceevne. For at udnytte muligheder og minimere trusler bør GN Store Nord prioritere R&D, bæredygtighed og diversificerede forsyningskæder.

6.2 Porter's Five Forces-analyse

Porter's Five Forces-modellen analyserer de konkurrencemæssige kræfter, der former industriens struktur og attraktivitet for GN Store Nord A/S, en global leder inden for høreteknologi og lydløsninger. Denne analyse vurderer GN's position med fokus på tre segmenter: Hearing, der producerer høreapparater; Gaming & Consumer, som omfatter headsets og gaming-udstyr under mærker som Jabra og SteelSeries; og Enterprise, der leverer B2B kommunikationsløsninger som professionelle headsets og videokonferenceudstyr.

De fem kræfter—konkurrenceintensitet blandt eksisterende aktører, trussel fra nye aktører, købernes forhandlingsmagt, leverandørernes forhandlingsmagt og trussel fra substitutter—belyser strategiske udfordringer og muligheder i et dynamisk marked præget af teknologiske fremskridt og geopolitiske spændinger.

6.2.1. Konkurrenceintensitet blandt eksisterende aktører

GN Store Nord opererer i en konkurrencepræget industri, hvor hver af de tre segmenter står over for stærke rivaler. I høreteknologimarkedet konkurrerer Hearing med globale spillere som Sonova, Demant, Starkey og Cochlear, som alle har betydelige ressourcer og etablerede markedspositioner.

Gaming & Consumer, der dækker consumer headsets og gaming-udstyr, møder modstand fra tech-giganter som Apple og Sony samt specialiserede gaming-mærker som Razer og Logitech, der udfordrer Jabra og SteelSeries med aggressive pris- og marketingstrategier.

Enterprise, fokuseret på B2B kommunikationsløsninger, konkurrerer med Cisco, Poly og Logitech, som dominerer markedet for hybridarbejde og videokonferencer.

Væksten i markedet varierer: høreteknologimarkedet vokser moderat med 4-6% årligt, primært drevet af en aldrende befolkning. Consumer headset- og gaming-markedet vokser hurtigere med 8-10%, men tiltrækker mange aktører, mens enterprise-kommunikationsmarkedet vokser med 7-9%, drevet af digital transformation og hybridarbejde (IDC, 2024).

GN Store Nord differentierer sine produkter gennem teknologisk innovation, såsom AI-drevne høreapparater fra ReSound, støjreducerende headsets fra Jabra og Teams-certificerede løsninger i Enterprise-segmentet, men konkurrenters stærke brands og integrerede økosystemer, som Apples AirPods eller Microsofts Teams-udstyr, gør det svært at skille sig ud, hvorfor GN Store Nord også har indgået strategiske partnerskaber med f.eks. Zoom. (GN Store Nord Årsrapport, 2024, s. 6-10).

Omstillingsomkostningerne for kunder er moderate i høreapparatsegmentet, da tilpasning og service skaber loyalitet, men lave i både Gaming- og Enterprise-segmenterne, hvor forbrugere og virksomheder nemt kan vælge alternativer baseret på pris eller funktionalitet.

Udgangsbarriererne er høje i høreteknologi pga. betydelige investeringer i R&D og regulatoriske godkendelser, men mere moderate i Gaming og Enterprise, selvom GN's opkøb af Steel-Series i 2022 signalerer en langsigtet forpligtelse til gaming-markedet (GN Store Nord Annual Report, 2022, p. 60).

Konkurrenceintensiteten er høj i alle tre segmenter, især i Gaming og Enterprise, hvor mange spillere, lave omstillingsomkostninger og stærke brands skaber prispress og øger behovet for markedsførings- og innovationsudgifter.

GN Store Nord må fortsætte med at investere i teknologisk differentiering og brandloyalitet for at opretholde sin markedsposition, hvilket dog kan begrænse profitmarginerne.

6.2.2. Trussel fra nye aktører

Adgangsbarriererne varierer betydeligt mellem GN's tre segmenter.

I høreteknologimarkedet står nye aktører over for betydelige udfordringer, da produktion og distribution kræver store økonomier af skala, som Hearing og konkurrenter som Sonova udnytter gennem globale netværk. Kapitalkravene er høje pga. omfattende R&D, kliniske forsøg og regulatoriske godkendelser, såsom EU's Medical Device Regulation, hvilket gør det tidskrævende og dyrt at komme ind (EU MDR, 2017).

Brandloyalitet er stærk i dette segment, da kunder og audiologer foretrækker etablerede mærker som ReSound og Beltone, og adgangen til specialiserede distributionskanaler som klinikker er begrænset for nykommere.

I Gaming & Consumer-segmentet er barriererne lavere, da mindre brands kan konkurrere gennem nicheprodukter og e-handelsplatforme som Amazon, og kapitalkravene til produktudvikling er moderate. Brandloyalitet er svagere her, da forbrugere ofte vælger baseret på pris eller trends.

I Enterprise-segmentet er adgangsbarriererne også moderate, da softwarebaserede kommunikationsløsninger og lavere kapitalkrav gør det muligt for startups at udvikle konkurrerende produkter, selvom etablerede relationer med B2B-kunder giver Jabra en fordel.

GN's patenter på AI-drevne teknologier og trådløse forbindelser skaber en yderligere barriere, især i høreteknologi, men i Gaming og Enterprise kan teknologiske fremskridt og open-

source-løsninger reducere denne beskyttelse (WIPO, 2024). Regulatoriske krav er minimale i Gaming og Enterprise, hvilket letter markedsadgang.

Truslen fra nye aktører er lav i høreteknologisegmentet pga. høje økonomiske, regulatoriske og brandrelaterede barrierer, men moderat i Gaming- og Enterprise-segmenterne, hvor e-handel, softwarebaserede løsninger og lavere kapitalkrav muliggør indtræden. GN Store Nord må styrke sin brandposition og teknologiske innovation, især i Gaming og Enterprise, for at modstå nye konkurrenter.

6.2.3. Købernes forhandlingsmagt

GN Store Nord betjener forskellige købergrupper på tværs af sine segmenter, hvilket påvirker deres forhandlingsmagt. I høreteknologisegmentet omfatter køberne audiologiklinikker, hospitaler og individuelle forbrugere, hvoraf mange får dækket udgifter gennem forsikringer. Disse købere er relativt fragmenterede, men store sundhedssystemer, især i USA, kan forhandle volumenrabatter, hvilket giver dem en vis indflydelse.

Omstillingsomkostningerne er høje, da høreapparater kræver individuel tilpasning og løbende service, hvilket skaber loyalitet mod mærker som ReSound. Prisfølsomheden er lav, da produkterne opfylder et medicinsk behov. I Gaming-segmentet består køberne af forbrugere, gamere og store detailkæder som Amazon, hvor køberkoncentrationen er højere, især for detailkæder, der kan presse priser.

Omstillingsomkostningerne er lave, da forbrugere nemt kan vælge alternativer som Apple AirPods eller billigere gaming-headsets baseret på pris eller funktioner, og prisfølsomheden er høj, især i gaming-markedet (Statista, 2024).

I Enterprise-segmentet er køberne virksomheder og offentlige institutioner, som ofte køber i bulk og har betydelig forhandlingsmagt pga. deres størrelse. Omstillingsomkostningerne er lave, da virksomheder kan skifte til konkurrenters løsninger, fx Microsoft Teams-udstyr, hvis integration eller pris er mere attraktiv.

GN's differentiering gennem AI-baserede høreapparater (herunder ReSound Viviva), støjreducerende headsets og Enterprise-løsninger reducerer købermagten, men konkurrenters stærke økosystemer, som Apples eller Microsofts, giver køberne flere valgmuligheder i Gaming og Enterprise.

Købernes forhandlingsmagt er lav til moderat i høreteknologisegmentet pga. høje omstillingsomkostninger og lav prisfølsomhed, men høj i Gaming- og Enterprise-segmenterne, hvor lave omstillingsomkostninger, høj prisfølsomhed og stærke alternativer styrker købernes position. GN Store Nord må prioritere produktdifferentiering og stærke B2B-relationer for at mindske købermagten i Gaming & Consumer og Enterprise.

6.2.4. Leverandørernes forhandlingsmagt

GN Store Nord er afhængig af leverandører af halvledere, batterier og materialer til alle tre segmenter, men leverandørmagten varierer afhængigt af komponenttype. Halvledermarkedet, domineret af få spillere som TSMC, Qualcomm og STMicroelectronics, er stærkt koncentreret, og globale chipmangler, forværret af geopolitiske konflikter, giver disse leverandører betydelig indflydelse.

Handelskrigen mellem USA og Kina, med tariffer på elektronik, øger omkostningerne for komponenter fra Kina, hvor GN har produktionsfaciliteter (USTR, 2025). Derudover forstyrrer Ukraine-konflikten forsyninger af neon og palladium, som er essentielle for chipproduktion, hvilket yderligere styrker leverandørmagten (IEA, 2025).

Omstillingsomkostningerne er høje for specialiserede komponenter som mikrochips, da nye leverandører kræver tidskrævende kvalifikation, men lave for generiske materialer som plast og standardbatterier, hvor flere leverandører findes (Gartner, 2024).

Chips og avancerede batterier er højt differentierede og kritiske for GN's produkter, især i høreapparater og premium headsets, hvilket forstærker leverandørmagten. GN er en vigtig kunde for mindre leverandører af materialer, men kun en mindre aktør for globale chipproducenter, som prioriterer tech-giganter som Apple og Samsung, hvilket begrænser GN's forhandlingsstyrke.

Leverandørmagten er høj for specialiserede komponenter som halvledere i alle tre segmenter pga. høj koncentration, globale mangler og geopolitiske risici, men lav for leverandører der anvendes til generiske materialer.

6.2.5. Trussel fra substitutter

Substitutter udgør forskellige trusler på tværs af GN's segmenter. I høreteknologisegmentet inkluderer substitutter over-the-counter (OTC) høreapparater, legaliseret i USA i 2022, og høreforstærkere (PSAPs), som er billigere, men mangler den præcision og service, GN's produkter tilbyder.

Cochlear-implantater er kun relevante for alvorligt hørehæmmede og kræver kirurgi, hvilket begrænser deres trussel. Omstillingsomkostningerne er høje, da kunder skal gennemgå ny tilpasning, og voksende sundhedsbevidsthed fremmer efterspørgslen efter kvalitetsprodukter, hvilket reducerer truslen.

I Gaming & Consumer-segmentet omfatter substitutter øretelefoner, højttalere og integrerede lydløsninger i smartphones eller laptops, som kan erstatte Jabra- og SteelSeries-produkter, især i prisfølsomme markeder.

Omstillingsomkostningerne er lave, og prisbevidste kunder, især gamere, kan vælge billigere alternativer, hvilket øger truslen.

GN's premium produkter, såsom AI-drevne høreapparater og støjreducerende headsets, tilbyder et stærkt pris-ydelsesforhold, men billige substitutter appellerer til prisbevidste markeder i Gaming og Enterprise.

Truslen fra substitutter er moderat i høreteknologisegmentet, da OTC-høreapparater vinder terræn, men begrænses af kvalitet og service. I Gaming- og Enterprise-segmenterne er truslen høj pga. lettilgængelige billige alternativer og integrerede løsninger. GN Store Nord må fremhæve premiumfunktioner og integration for at mindske denne trussel.

Høreteknologi- og lydindustrien er moderat attraktiv, men præget af betydelige konkurrencemæssige udfordringer. Høj konkurrenceintensitet i alle tre segmenter presser profitmarginerne, især i Gaming & Consumer og Enterprise, hvor mange aktører og lave omstillingsomkostninger skaber prispres.

Truslen fra nye aktører er lav i høreteknologi pga. høje adgangsbarrierer, men moderat i Audio og Enterprise, hvor e-handel og softwarebaserede løsninger muliggør indtræden. Købermagten er lav til moderat i høreteknologi, men høj i Gaming og Enterprise pga. prisfølsomhed

og alternativer. Leverandørmagten er høj for halvledere pga. koncentration og geopolitiske risici, hvilket påvirker alle segmenter, mens truslen fra substitutter er moderat i høreteknologi, men høj i Gaming & Consumer og Enterprise pga. billige og integrerede alternativer.

6.3 Porter's værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen, udviklet af Michael E. Porter, bruges til at kortlægge en virksomheds aktiviteter for at identificere, hvordan der skabes værdi, og hvor konkurrencemæssige fordele kan opnås. For GN Store Nord A/S – en global leder inden for høreteknologi og lydløsninger – opdeles værdikæden i primære aktiviteter (logistik, produktion, markedsføring og service) og støtteaktiviteter (indkøb, teknologiudvikling, HR og infrastruktur).

Denne analyse anvender Porters model på GN's tre hovedsegmenter: Hearing (f.eks. ReSound, Beltone), Gaming & Consumer (f.eks. Jabra, SteelSeries) og Enterprise (f.eks. Jabra's professionelle headsets og videokonferenceudstyr). Målet er at afdække centrale styrker, udfordringer og muligheder for værdiskabelse i en branche præget af hurtige teknologiske fremskridt og stigende geopolitisk usikkerhed.

6.3.1 Primære aktiviteter

Primære aktiviteter omfatter de processer, der direkte bidrager til at skabe og levere GN Store Nords produkter til kunderne, og de er afgørende for selskabets evne til at opretholde kvalitet og konkurrenceevne.

1. Indgående logistik

GN Store Nord er afhængig af en kompleks global forsyningskæde for at levere specialiserede komponenter som mikrochips, batterier, højttalere, mikrofoner og plastmaterialer til produktionen af høreapparater, consumer headsets og B2B kommunikationsudstyr. Disse komponenter kommer primært fra leverandører i Asien, såsom Kina og Taiwan, men også fra Europa og USA, hvor producenter som Qualcomm og STMicroelectronics leverer energieffektive chips, der er essentielle for høreapparater og premium headsets.

Selskabet driver produktionsfaciliteter i Australien, Kina, Danmark, Japan, Malaysia, Sydkorea, Spanien og USA (GN Store Nord A/S årsrapport, 2024 s. 16) hvilket kræver effektiv ko-

ordinering af forsyninger. GN Store Nord anvender digitale værktøjer som ERP-systemer, såsom SAP, til at optimere lagerstyring og minimere overskudslager, hvilket sikrer kontinuitet i produktionen.

GN's styrke ligger i langsigtede kontrakter med nøgleleverandører, som sikrer stabilitet, og selskabets globale tilstedeværelse muliggør fleksibilitet i at omdirigere forsyninger mellem regioner. Denne effektivitet er særligt vigtig for Hearing, hvor høj kvalitet er afgørende.

2. Produktion

GN Store Nord driver en dual produktionsmodel, der balancerer kvalitet og omkostningseffektivitet på tværs af sine segmenter. I Danmark produceres højteknologiske høreapparater, såsom ReSound og Beltone, hvor præcision er afgørende pga. enhedernes lille størrelse og avancerede teknologier som AI-baserede lydalgoritmer.

I Kina og Malaysia håndteres masseproduktion af Jabra-headsets og SteelSeries gaming-udstyr, mens Enterprise's kommunikationsløsninger, såsom professionelle headsets, også fremstilles i Asien for at udnytte lavere omkostninger. Mindre produktionsenheder i USA og Spanien understøtter regionale behov.

Produktionen af høreapparater kræver semi-automatiserede processer i Danmark for at sikre kvalitet, mens automatiserede samlebånd og robotteknologi i Asien har reduceret produktionstiden for headsets med anslået 20% i 2024 (GN Store Nord Annual Report, 2023, s. 48).

Udfordringer omfatter høje energipriser i Europa, drevet af Ukraine-konflikten, som øger omkostningerne i Danmark, samt høje lønomkostninger for faglært arbejdskraft i høreapparatproduktionen (IEA, 2025).

GN's ekspertise i miniaturisation giver en konkurrencefordel i Hearing, mens effektivitet i Asien styrker Gaming & Consumer og Enterprise. Denne model sikrer høj produktkvalitet og konkurrencedygtige priser, især for Jabra's B2B-løsninger og SteelSeries' gaming-produkter.

Produktionen skaber værdi gennem kvalitet i høreapparater og effektivitet i headsets, men høje omkostninger i Danmark udfordrer marginerne. GN Store Nord bør investere i vedvarende energi i Danmark og yderligere automatisering for at forbedre bæredygtighed og effektivitet.

3. Udgående logistik

GN Store Nord distribuerer produkter til over 100 lande gennem et globalt netværk, der adskiller sig mellem segmenterne. Hearing leverer høreapparater primært gennem specialiserede audiologiklinikker og sundhedssystemer, hvor præcis og rettidig levering er afgørende for patientbehandling. Gaming & Consumer's headsets og gaming-udstyr sælges via detailkæder som Amazon og Best Buy, e-handelsplatforme og direkte-til-forbruger-kanaler, som udgjorde anslået 15% af omsætningen i 2024 (GN Store Nord Annual Report, 2024, s. 36).

Enterprise fokuserer på B2B-kanaler, hvor professionelle headsets og videokonferenceudstyr leveres til virksomheder og offentlige institutioner, ofte gennem partnerskaber med distributører som Ingram Micro. Logistikcentre i Europa (fx Polen), USA og Asien sikrer effektiv distribution, og partnerskaber med globale logistikfirmaer som DHL reducerer leveringstider. Udfordringer inkluderer stigende fragtomkostninger, især for lufttransport af høreapparater, og forsinkelser i Kina pga. sporadiske forsyningskædeproblemer. GN's etablerede netværk og voksende e-handel for Jabra og SteelSeries styrker kundetilgængelighed, især i Gaming & Consumer og Enterprise, hvor hurtig levering understøtter markedspositionen.

4. Markedsføring og salg

GN Store Nord markedsfører en mangfoldig portefølje af brands—ReSound og Beltone for høreapparater, Jabra for consumer og professionelle headsets, og SteelSeries for gaming-udstyr—hver målrettet specifikke kundegrupper. I Hearing fokuserer markedsføringen på sundhedsprofessionelle gennem faglige konferencer og partnerskaber med audiologer, hvilket bygger tillid og loyalitet i et marked, hvor kvalitet er afgørende.

Consumer & Gaming og Enterprise bruger digitale kanaler, såsom sociale medier og influencer-marketing, samt e-sport-sponsorater for SteelSeries, for at nå forbrugere og virksomheder. Jabra's Teams-certificerede produkter promoveres direkte til B2B-kunder, hvilket styrker Enterprise-segmentet. GN anslås at have brugt ca. 5% af omsætningen på markedsføring i 2024, med vægt på at fremhæve teknologiske fordele som AI og Bluetooth 5.3 (GN Store Nord Årsrapport, 2024, s. 42).

Udfordringer omfatter konkurrence fra tech-giganter som Apple og Microsoft, der har stærke brandidentiteter og økosystemer, samt behovet for oplysningskampagner i Asien, hvor stigma omkring høretab hæmmer vækst. GN's styrke ligger i målrettet markedsføring og partnerskaber med sundhedssystemer og erhvervskunder, hvilket øger salget i alle segmenter.

5. Service

GN Store Nord leverer omfattende service, der varierer mellem segmenterne. I Hearing tilbydes tilpasning, vedligeholdelse og fjernjustering af høreapparater gennem audiologiklinikker og cloud-baserede platforme, såsom ReSound's app, der muliggør opdateringer uden fysiske besøg, hvilket forbedrer kundeoplevelsen. Gaming & Consumer leverer support via callcentre, onlineportaler og garantiordninger for Jabra-headsets, mens SteelSeries engagerer gamere gennem community-fora og teknisk support, hvilket styrker brandloyalitet.

Enterprise fokuserer på B2B-support, hvor hurtig teknisk assistance og integration med platforme som Microsoft Teams er afgørende for virksomhedskunder. Udfordringer omfatter høje forventninger til service i høreteknologisegmentet, især i USA, hvor forsikringsselskaber kræver hurtig respons, og risikoen for omdømmeskade i Audio-segmentet, hvis support svigter gamere. GN's investering i digitale serviceplatforme og AI-drevet fejlfinding reducerer omkostninger og forbedrer effektiviteten, mens global tilstedeværelse sikrer lokal support i nøglemarkeder.

6.3.2 Understøttende aktiviteter

Understøttende aktiviteter faciliterer og forbedrer de primære aktiviteter, hvilket bidrager til GN Store Nords samlede værdiskabelse og konkurrencefordel.

1. Indkøb

GN Store Nord samarbejder med globale leverandører for at sikre mikrochips, batterier, plast og andre komponenter til sine tre segmenter. Langsigtede kontrakter med chipproducenter som STMicroelectronics stabiliserer forsyninger, men høje priser på chips, stigende 10-15% i 2024 (Gartner, 2024) pga. globale mangler, kan presse omkostningerne.

GN's forhandlingsmagt er begrænset overfor koncentrerede chipproducenter, men stærkere over for leverandører af generiske materialer som plast, hvor der findes flere alternativer. Selskabet prioriterer bæredygtige leverandører, fx ved at bruge genanvendt plast i Jabra-headsets, for at imødekomme EU's Green Deal og forbrugerkrav (European Commission, 2023).

Geopolitiske risici, såsom tariffer fra USA-Kina handelskrigen og Ukraine-konfliktens påvirkning af chipkomponenter, komplicerer indkøb (USTR, 2025). GN's strategiske indkøbsproces sikrer kvalitetskomponenter, der understøtter premiumprodukter i alle segmenter, især

i Hearing-divisionen, hvor præcision er afgørende, og i Enterprise, hvor pålidelighed styrker B2B-relationer.

2. Teknologiuudvikling

GN Store Nord investerer betydeligt i R&D, anslået 7-8% af omsætningen i 2024, med centre i Danmark, USA, Holland og Kina (GN Store Nord Annual Report, 2024, p. 50). Fokus er på AI, trådløs teknologi (Bluetooth 5.3) og energieffektive chips, som driver innovation i alle segmenter. I Hearing udvikler selskabet AI-drevne lydalgoritmer og fjernjusteringssystemer, der forbedrer brugeroplevelsen. Gaming & Consumer's Jabra-headsets introducerede støjreducerende teknologi, og SteelSeries lancerede gaming-headsets med spatial lyd i 2024, mens Enterprise integrerer Teams-certificerede løsninger for B2B-kunder. GN's patentportefølje beskytter teknologier som lydbehandling og trådløs forbindelse, hvilket giver en konkurrencefordel.

Udfordringer inkluderer høje R&D-omkostninger og konkurrence fra tech-giganter som Apple og Microsoft, der også investerer i lydteknologi. Teknologisk lederskab muliggør premiumpriser, især i høreteknologi og Enterprise, hvor kvalitet og integration er afgørende.

3. HR-management

GN Store Nord beskæftiger ca. 8.000 medarbejdere globalt, herunder ingeniører, audiologer og salgsfolk, med højt kvalificerede R&D-teams i Danmark og produktionspersonale i Asien. Selskabet tilbyder træningsprogrammer i AI, produktudvikling og kundeservice, fx træning af audiologer i fjernjusteringssystemer for Hearing og teknisk support for Enterprise's B2B-kunder. Lav arbejdsløshed i Danmark og USA i 2025 øger lønpresset, men GN tilbyder konkurrencedygtige lønninger og fleksible arbejdsforhold for at fastholde talent (OECD, 2025). Udfordringer omfatter konkurrence om teknologitalent fra virksomheder som Apple og Sonova samt høje lønomkostninger i Danmark, der presser driftsomkostningerne.

En kvalificeret arbejdsstyrke driver innovation og kvalitet, hvilket er afgørende for GN's premiumprodukter i alle segmenter, især i Hearing og Enterprise, hvor ekspertise er central.

4. Firmainfrastruktur

GN Store Nord ledes fra hovedkontoret i Danmark med en decentraliseret struktur, hvor Hearing, Gaming & Consumer og Enterprise opererer som selvstændige divisioner. Denne model

giver fleksibilitet, men kræver effektiv koordination for at undgå overlap. Selskabet finansierer aktiviteter gennem egenkapital og gæld, med en stærk balance i 2024 og en omsætning på anslået 17,9 mia. kr., understøttet af lempeligere pengepolitik i 2025, der forbedrer adgangen til kapital (GN Store Nord Annual Report, 2024, p. 30).

GN Store Nord overholder strenge reguleringer, såsom EU's Medical Device Regulation for høreapparater og GDPR for databeskyttelse i cloud-baserede løsninger, hvilket kræver betydelige compliance-ressourcer (EU MDR, 2017; EDPB, 2024). Geopolitiske risici, såsom handelskrigen og sanktioner, nødvendiggør juridisk ekspertise for at navigere tariffær og forsyningskædeudfordringer. En robust infrastruktur sikrer strategisk styring og markedstilgang, især for Enterprise, hvor B2B-compliance er afgørende.

Værdikædeanalysen viser, at GN Store Nord skaber betydelig værdi gennem teknologisk ekspertise, effektiv produktion og stærke kunderelationer. Primære aktiviteter som produktion og service er centrale for konkurrencemæssige fordele, især i Hearing, hvor kvalitet og support er afgørende, og i Enterprise, hvor B2B-relationer driver salg. Understøttende aktiviteter som teknologiudvikling og HR-management understøtter innovation og kvalificeret arbejdskraft, hvilket er kritisk i en teknologidrevet industri. Udfordringer som geopolitiske risici, chipmangler og høje omkostninger i Danmark kræver strategiske tiltag.

Delkonklusion

GN Store Nord har gennem sin værdikæde formået at skabe en stærk markedsposition gennem specialisering, teknologisk innovation og effektiv segmentering. Analysen viser, at virksomheden i høj grad udnytter sine primære aktiviteter til at skabe konkurrencefordele – særligt gennem sin avancerede produktion, globale distributionskanaler og målrettede markedsføring i både B2B- og B2C-segmenter.

Samtidig står GN Store Nord over for eksterne udfordringer som globale forsyningskædeproblemer og politiske spændinger, som kræver strategisk omstilling og øget robusthed. Fremadrettet bør GN Store Nord fokusere på bæredygtige investeringer, automatisering og diversificering for at styrke sin modstandsdygtighed og fastholde sin position som en innovativ og international aktør. Samlet set viser analysen, at GN Store Nord har et solidt fundament og væsentlige strategiske muligheder for fortsat vækst i en foranderlig global økonomi.

6.4 SWOT

SWOT-analysen integrerer nøglefund fra PESTEL, Porter's Five Forces og værdikædeanalyserne for GN Store Nord A/S, en global leder inden for høreteknologi og lydløsninger, og vurderer selskabets strategiske position.

Analysen dækker GN's tre segmenter: Hearing, som producerer høreapparater under mærker som ReSound og Beltone; Gaming & Consumer, der omfatter consumer headsets og gaming-udstyr via Jabra og SteelSeries; og Enterprise, som leverer B2B kommunikationsløsninger som professionelle headsets og videokonferenceudstyr.

Ved at opdele GN's position i interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler giver analysen et fundament for at forstå selskabets konkurrencemæssige fordele og udfordringer i en dynamisk, teknologidrevet industri præget af geopolitiske spændinger og intens konkurrence.

6.4.1 Styrker

GN Store Nord nyder godt af en række interne styrker, der cementerer selskabets position som en leder i høreteknologi og lydløsninger. Selskabet udviser teknologisk lederskab gennem betydelige investeringer i forskning og udvikling, anslået til 7-8% af omsætningen i 2024, hvilket har resulteret i innovative produkter som AI-drevne høreapparater fra Hearing, støjreducerende headsets fra Gaming & Consumer og Teams-certificerede kommunikationsløsninger fra Enterprise.

Et omfattende patentportefølje beskytter teknologier som lydbehandling og trådløs forbindelse, hvilket giver en konkurrencefordel, især i høreteknologi, hvor præcision og funktionalitet er afgørende (GN Store Nord årsrapport, 2024, s. 134).

GN's portefølje af stærke brands herunder ReSound og Beltone i høreapparater, Jabra i headsets og SteelSeries i gaming, målretter alle specifikke kundegrupper og styrker kundeloyalitet, især i Hearing, hvor tillid og service er centralt. Selskabets globale rækkevidde, med distribution i over 100 lande og logistikcentre i Europa, USA og Asien, sikrer effektiv markedspenetration for alle segmenter. GN's produktionsmodel balancerer kvalitet og omkostningseffektivitet: højteknologiske høreapparater fremstilles i Danmark, mens masseproduktion af headsets

og B2B-udstyr håndteres i Kina og Malaysia, hvor automatisering har reduceret produktions-tiden med ca. 20% for Jabra-produkter (GN Store Nord årsrapport, 2024, s. 16).

Ekspertise i miniaturisation giver en fordel i Hearing, mens overlegen service, såsom fjernju-stering af høreapparater via cloud-platforme og teknisk support for GN Enterprise's B2B-kun-der, øger kundetilfredshed og loyalitet.

Med ca. 8.000 medarbejdere globalt, herunder højt kvalificerede R&D-ingeniører i Danmark og faglært personale i Asien, understøtter GN's kvalificerede arbejdsstyrke innovation og kvalitet. En decentraliseret ledelsesstruktur, hvor Hearing, Gaming & Consumer og Enterprise opererer selvstændigt, muliggør fleksibilitet, mens overholdelse af reguleringer som EU's Medical Device Regulation og GDPR styrker selskabets troværdighed (EU MDR, 2017; EDPB, 2024).

6.4.2 Svagheder

På trods af sine styrker står GN Store Nord over for interne udfordringer, der begrænser kon-kurrenceevnen. Selskabet er afhængigt af koncentrerede chipproducenter som TSMC og Qualcomm, hvilket øger risikoen for prisstigninger og forsyningsforstyrrelser, især i lyset af globale chipmangler og tariffer fra handelskrisen mellem USA og Kina (USTR, 2025).

Høje produktionsomkostninger i Danmark, drevet af stigende energipriser som følge af Ukra-ine-konflikten og lav arbejdsløshed på ca. 6%, presser marginerne for Hearing's høreappara-ter, hvilket gør det svært at konkurrere på pris med billigere alternativer (IEA, 2025; OECD, 2025).

I Gaming & Consumer og Enterprise udfordres Jabra og SteelSeries af intens konkurrence fra tech-giganter som Apple, Sony og Microsoft, der har stærke økosystemer og brandidentiteter.

Lave omstillingsomkostninger og høj prisfølsomhed i disse segmenter svækker GN's position, især i consumer headsets og gaming-markedet. Begrænset markedspenetration i Asien, hvor kulturelle stigmaer omkring høretab hæmmer efterspørgslen efter høreapparater, kræver bety-delige investeringer i oplysningskampagner, hvilket begrænser vækst i et lukrativt marked. Strengt reguleringer som EU's MDR og GDPR medfører høje compliance-omkostninger, især for Hearing, hvor dokumentation og databeskyttelse er ressourcekrævende. Endelig ud-gør de høje omkostninger ved R&D, nødvendige for at matche konkurrenter som Sonova og

Apple, en finansiell byrde i et volatilt økonomisk miljø, hvilket kan begrænse GN's evne til at skalere innovation.

6.4.3 Muligheder

Eksterne muligheder positionerer GN Store Nord til at udnytte markeds- og teknologitrends. Den globale aldrende befolkning og stigende prævalens af høretab, der påvirker over 1,5 milliarder mennesker ifølge WHO, driver efterspørgslen efter høreapparater, hvilket giver Høring en vækstmulighed med en forventet markedsvækst på 4-6% årligt.

Samtidig øger hybridarbejde og e-sport efterspørgslen efter headsets og gaming-udstyr, med en vækstrate på 8-10% for Gaming & Consumer og 7-9% for Enterprise, som kan drage fordel af målrettet markedsføring og e-sport-sponsorater (IDC, 2024).

Fremskridt i AI, Bluetooth 5.3 og energieffektive chips åbner muligheder for innovative produkter, såsom smarte høreapparater og wearables, og partnerskaber med tech-virksomheder kan accelerere udviklingen.

Forbrugernes og investorernes stigende fokus på bæredygtighed giver GN mulighed for at differentiere sig gennem genanvendte materialer og CO2-reduktion, hvor selskabet allerede har reduceret Scope 1 og 2-udledninger med 58% siden 2021 og frem til 2024 (GN Store Nord Årsrapport 2024, s. 3).

Lempeligere pengepolitik i 2025, med rentenedsættelser fra ECB og Federal Reserve, forbedrer adgangen til finansiering, hvilket letter investeringer i R&D og potentielle opkøb, ligesom SteelSeries i 2022.

Væksten i e-handel, der udgjorde ca. 15% af omsætningen i 2024, muliggør direkte-til-forbruger-salg, især for Gaming & Consumer og Enterprise, hvilket reducerer afhængighed af detailkæder og øger marginerne.

6.4.4 Trusler

Eksterne trusler udfordrer GN Store Nord's evne til at opretholde sin markedsposition. Høj konkurrenceintensitet i alle segmenter presser profitmarginerne, da konkurrenter som Sonova og Demant i høreteknologi samt Apple, Sony og Microsoft i headsets og B2B-løsninger investerer aggressivt i innovation og markedsføring.

Globale chip mangler, forværring af Ukraine-konflikten og tariffen fra handelskrigen, øger omkostningerne og risikerer forsinkelser, hvilket påvirker produktionen i alle segmenter.

Substitutter udgør en voksende trussel: over-the-counter høreapparater, legaliseret i USA i 2022, truer Hearing (Fortune, 2022), mens billige høretelefoner og integrerede platforme som Microsoft Teams udfordrer Gaming & Consumer og Enterprise, især pga. lave omstillingsomkostninger.

Moderat global BNP-vækst på ca. 3% og vedvarende inflation på 3-4% i Europa og USA reducerer forbrugernes købekraft, især for prisfølsomme produkter som consumer headsets, og en styrket USD øger importomkostningerne (OECD, 2025).

Strengt reguleringer som EU's MDR og GDPR medfører høje compliance-omkostninger, mens geopolitiske spændinger, herunder handelskrigen og svag håndhævelse af IP-love i Kina, risikerer kopiering af GN's produkter og komplicerer markedsadgang.

SWOT-analysen understreger GN Store Nords stærke position, drevet af teknologisk lederskab, global rækkevidde og effektiv produktion, som især gavner GN's Hearing- og Enterprise divisioner.

Dog udfordres selskabet af afhængighed af koncentrerede leverandører, høje omkostninger i Danmark og intens konkurrence i Gaming & Consumer.

Muligheder som vækst i høre- og headsetmarkeder, teknologiske fremskridt og bæredygtighed kan udnyttes gennem GN's investeringer i R&D, e-handel og grønne initiativer.

Trusler som konkurrence, substitutter og geopolitiske risici kræver proaktiv risikostyring. Strategiske tiltag bør omfatte styrkelse af kundeloyalitet gennem økosystemer og abonnementsmodeller, især i Gaming & Consumer og Enterprise, samt oplysningskampagner i Asien for Hearing. Investeringer i bæredygtighed og digitale platforme vil yderligere styrke GN's konkurrenceevne i en teknologidrevet fremtid.

7. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen for GN Store Nord er udarbejdet for perioden 2020-2024. Analysen er baseret på de offentliggjorte årsrapporter for GN Store Nord i perioden.

GN Store Nord aflægger sine årsrapporter efter de internationale standarder (IFRS), som i modsætning til aflæggelse efter Årsregnskabsloven ikke viser anlægsaktiver særskilt under aktiver.

Balancen indeholder, når man aflægger efter IFRS, kun opdeling af kort- og langfristede aktiver samt kort- og langfristede passiver. Det har derfor til brug for reformuleringen af balancen været nødvendigt at identificere anlægsaktiverne, da de ikke præsenteres på en særskilt linje i årsrapporten.

Der er herefter lavet en rentabilitetsanalyse, hvor vi har kigget på relevante nøgletal og analyseret dem for at få et overblik over den økonomiske situation for GN Store Nord.

7.1.1 Reformulering af balance

For at kunne beregne GN Store Nords nøgletal og foretage en analyse heraf, er det nødvendigt at lave en reformulering af balancen i regnskabet til et Managerial balance sheet. Formålet med dette, er at opdele balance i invested capital, som er de investeringer GN Store Nord har lavet for at generere omsætning, samt capital employed som viser finansieringskilderne til disse investeringer.

Invested Capital udgøres af likvide midler, anlægsaktiver og arbejdskapitalen. Da hensættelser ikke er rentebærende, fratrækkes de i Invested Capital. Arbejdskapitalen består af tilgodehavender fra salg, lager og andre tilgodehavender fratrasket leverandørgælden. Arbejdskapitalen viser likviditeten der bruges til at holde gang i den daglige drift (Hawawini & Viallet, 2022, s. 112).

Reformuleringen af balancen er lavet for perioden 2020-2024 og er vist i nedenstående tabel.

Managerial balance sheet, DKK mio.	2020	2021	2022	2023	2024
Likvider	1.657	6.208	990	2.162	980
WCR	4.013	4.941	7.313	6.797	7.287
Anlægsaktiver	9.774	11.123	20.732	19.964	20.717
-Hensættelser	-333	-344	-223	-340	-305
Invested Capital	15.111	21.928	28.812	28.583	28.679
Kortfristet rentebærende gæld	3.457	4.518	9.957	13.583	6.219
Langfristet rentebærende gæld	6.476	11.181	12.055	5.413	11.636
Egenkapital	5.178	6.229	6.800	9.587	10.824
Capital employed	15.111	21.928	28.812	28.583	28.679

Tabel 1 - Egen tilvirkning

7.1.2 Reformulering af resultatopgørelse

Resultatopgørelse	2020	2021	2022	2023	2024
Omsætning	13.449	15.775	18.687	18.120	17.985
COGS	6.151	7.093	9.555	9.175	8.421
-COGS i % af oms	45,7%	45,0%	51,1%	50,6%	46,8%
Salg og admin omk	5.432	6.063	7.572	7.745	7.411
-Salg&adm i % af oms	40,4%	38,4%	40,5%	42,7%	41,2%
EBITDA	1.866	2.619	1.560	1.200	2.153
Afskr.	239	222	449	331	293
EBIT	1.627	2.397	1.111	869	1.860
Renter	15	126	386	526	499
EBT	1.612	2.271	725	343	1.361
Skat	343	481	155	77	302
Resultat efter skat (EAT)	1.269	1.790	570	266	1.059

Tabel 2 - Egen tilvirkning

7.2 Rentabilitetsanalyse

Ovenstående reformulering af resultatopgørelsen og balancen for perioden 2020-2024 danner grundlag for at foretage en rentabilitetsanalyse baseret på den udvidede DuPont-model. Derfor er der foretaget en analyse af relevante nøgletal i analyseperioden.

7.2.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning er et udtryk for aktionærernes afkast på deres investerede kapital. Egenkapitalens forrentning beregnes; Resultat efter skat / Egenkapital (Hawawini & Viallet, 2022, s. 194).



Figur 3 - Egen tilvirkning

Egenkapitalens forrentning er generelt faldet fra 25,3% i 2020 til 10,4% i 2024. Den markante nedgang i 2022 sker primært som følge af øget produktionsomkostninger som følge af krigen i Ukraine (Nationalbanken, vækst, 2022). Herudover er der øgede renteudgifter i 2022 og frem, da der er et optaget lån i forbindelse med erhvervelsen af SteelSeries (GN Store Nord årsrapport 2022 s. 21). Disse 2 faktorer påvirker resultatet efter skat væsentligt i 2022 og dermed egenkapitalens forrentning. Dog vurderes det at egenkapitalens forrentning i hele analyseperioden har lagt på et tilfredsstillende niveau set i forhold til markedsrenten som i samme periode har lagt i intervallet 0-3,85% plus risikotillæg (Nationalbanken, rentesatser, 2025). Det ses også, at der er en stigning i 2024 igen, hvilket blandt andet skyldes besparelser i administrative omkostninger.

7.2.2 Afkastningsgraden (ROIC)

Afkastningsgraden udtrykker afkastet af den samlede investerede kapital. Da GN Store Nords renteindtægter primært stammer fra finansielle instrumenter, herunder renteswaps (GN Store Nord årsrapport 2024, s. 156), vurderes det at disse bør indgå i EBIT, da det er renter der er tjent på investeringer. Afkastningsgraden beregnes på følgende måde: Resultat før renter (EBIT) / Invested Capital (Hawawini & Viallet, 2022, s. 197).



Figur 4 - Egen tilvirkning

Overordnet falder afkastningsgraden fra 12,6% i 2020 til 7,7% i 2024. Den markante nedgang i afkastningsgraden i 2022, skyldes primært investeringen i SteelSeries, som øger den investerede kapital væsentligt. Omsætningen i 2022 stiger med DKK 2.912 mio. hvoraf DKK 2.017 mio. stammer fra GN Audio. Dog er COGS steget fra at udgøre 45% af omsætningen i 2021 til 51,1% i 2022. De stigende råvarepriser som følge af krigen i Ukraine påvirker altså GN Store Nords EBIT negativt og dermed afkastningsgraden. COGS i % af omsætningen er i

2024 tilbage på et niveau fra før krigen i Ukraine, hvilket også kan ses på afkastningsgraden, da den er stigende igen i 2024.

Afkastningsgraden ligger dog i alle årene på et tilfredsstillende niveau sammenlignet med markedrenten på 0-3,85% plus risikotillæg, selv om den har været faldende i analyseperioden. GN Store Nord formår altså at generere et positivt afkast på den investerede kapital.

7.2.3 Overskudsgraden (EBIT%)

Overskudsgraden angiver, hvorvidt GN Store Nord formår at skabe overskud på deres omsætning. Overskudsgraden beregnes som; Resultat før renter (EBIT) / omsætning.

GN Store Nords omsætning er stigende i perioden 2020-2022, hvorefter omsætningen stabiliserede sig fra 2022-2024 på omkring 18.000 mio. DKK. Udviklingen i overskudsgraden er derfor primært påvirket af omkostningerne. Som tidligere beskrevet, udgør stigningen i råvarepriserne den primære årsag til faldet i overskudsgraden. På trods af dette har overskudsgraden i hele analyseperioden ligget på et tilfredsstillende niveau, og GN Store Nord formår at omdanne deres omsætning til et overskud.



Figur 5 - Egen tilvirkning

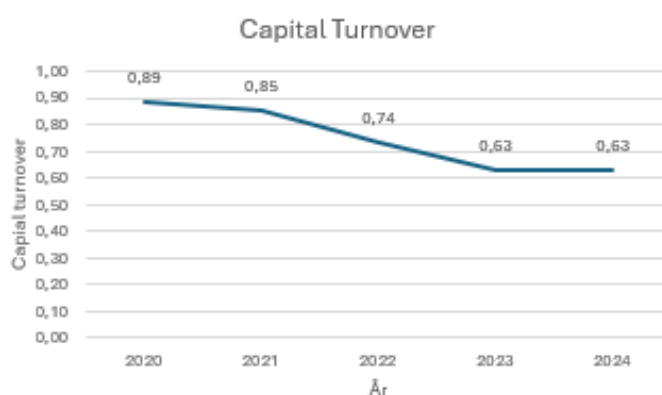
Som vist i ovenstående graf, er overskudsgraden stærkt faldende i 2022 og 2023, det er dog positivt, at GN Store Nord på trods heraf stadig formår at få overskud på omsætning. Det ses, at overskudsgraden igen i 2024 nærmer sig niveauet før krigen i Ukraine, hvilket er positivt.

Overskudsgraden påvirker afkastningsgraden. Den negative udvikling i afkastningsgraden i 2022 og 2023 afspejles således i udviklingen i overskudsgraden.

7.2.4 Capital Turnover

Capital Turnover udtrykker GN Store Nords evne til at omdanne virksomhedens Invested Capital til omsætning. Capital Turnover beregnes: $\text{Omsætning} / \text{Invested Capital}$ (Hawawini & Viallet, 2022, s. 198).

Capital Turnover er generelt faldet fra 0,89 i 2020 til 0,63 i 2024, og har i hele analyseperioden været faldende. Dette indikerer at GN Store Nord ikke har formået at øge omsætningen tilsvarende med deres investeringer. Den væsentligste investering GN Store Nord har lavet i analyseperioden, er købet af SteelSeries, som har haft en betydelig indflydelse på udviklingen i Capital Turnover.



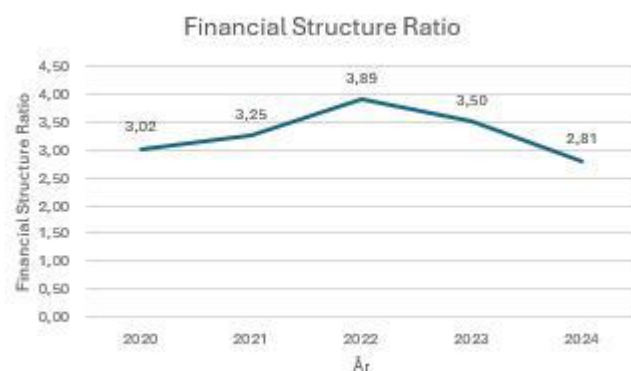
Figur 6 - Egen tilvirkning

Udviklingen i Capital Turnover har påvirket afkastningsgraden negativt i hele analyseperioden udover 2024 hvor Capital Turnover stabiliserer sig.

7.2.5 Financial Structure Ratio

Financial Structure Ratio angiver, hvor stor en andel af den investerede kapital der er finansieret med henholdsvis egenkapital og fremmedkapital. Minimumsværdien af Financial Structure Ratio er 1, hvilket vil indikere at hele den investerede kapital er finansieret af egenkapital. Financial Structure Ratio beregnes; $\text{Invested Capital} / \text{Egenkapital}$ (Hawawini & Viallet, 2022, s. 203).

Udviklingen i Financial Structure Ratio viser, at GN Store Nord har haft behov for fremmedkapital til at finansiere sine aktiviteter. Stigningen i 2022 kan tilskrives at SteelSeries blev købt. Købet blev delvist finansieret af fremmedkapital.



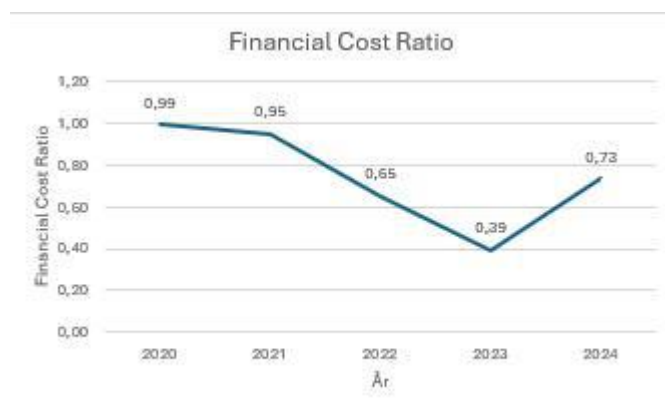
Figur 7 - Egen tilvirkning

Stigningen i Financial Structure Ratio fra 2020-2022 bidrager til en stigning i egenkapitalens forrentning, mens faldet fra 2022-2024 påvirker med et fald i egenkapitalens forrentning.

7.2.6 Financial Cost Ratio

Financial Cost Ratio angiver, i hvilket omfang renteomkostninger påvirker indtjeningen. Financial Cost Ratio beregnes således; $EBT / EBIT$ (Hawawini & Viallet, 2022, s. 201).

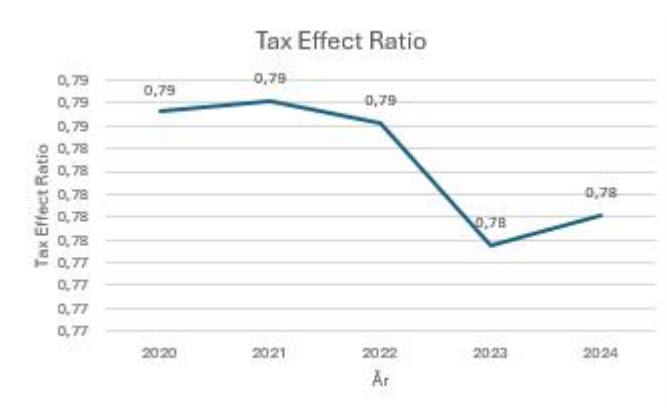
Såfremt Financial Cost Ratio er lig med 1, vil aktiverne være finansieret alene ved egenkapitalen. Som det kan ses i grafen nedenfor, falder Financial Cost Ratio i 2022. Dette sker som følge af købet af SteelSeries, som er lånefinansieret.



Figur 8 - Egen tilvirkning

7.2.7 Tax Effect Ratio

Tax Effect Ratio er et udtryk for den effektive skatteprocent. Tax Effect Ratio beregnes; $\text{Resultat efter skat} / \text{Resultat før skat}$ (Hawawini & Viallet, 2022, s. 203).

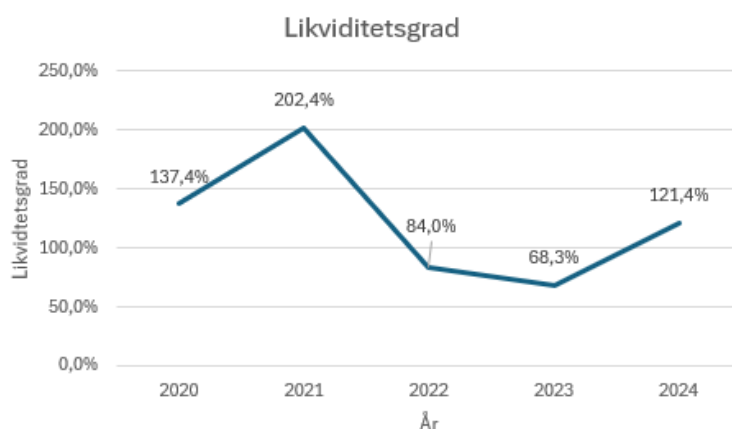


Figur 9 - Egen tilvirkning

Den effektive skatteprocent for GN Store Nord har i hele analyseperioden lagt på 21%-22%, hvilket stemmer overens med den danske selskabsskat (Virksomhedsguiden, 2025). Det mindre udsving kan forklares af permanente afvigelser ved opgørelse af den skattepligtige indkomst.

7.2.8 Likviditetsgrad

Likviditetsgraden angiver forholdet mellem kortfristede gældsforpligtelser og omsætningsaktiverne. Likviditetsgraden bruges til at vurdere selskabets økonomiske tilstand. Likviditetsgraden beregnes: $\text{Omsætningsaktiver} / \text{Kortfristede gældsforpligtelser}$ (Legaldesk, likviditetsgrad, 2023)



Figur 10 - Egen tilvirkning

GN Store Nords likviditetsgrad er generelt faldet fra 137,4% i 2020 til 121,4% i 2024. Likviditetsgraden anses typisk for at være på et fornuftigt niveau, hvis den er over 150%. GN Store

Nords likviditetsgrad har i 2022 og 2023 været under 100%, 84% i 2022 og 68,3% i 2023, hvilket betyder at de kortfristede gældsforpligtelser har været større end omsætningsaktiverne. Dette vurderes at være kritisk, da de fremtidige pengestrømme fra omsætningsaktiverne ikke vil være store nok til at finansiere de gældsforpligtelser, der vil være i samme periode. Ved denne situation er selskabet nødsaget til at finde kapital til at betale gældsforpligtelserne ved enten investorerne eller ved låntagelse. Likviditetsgraden er i 2024 igen på et acceptabelt niveau.

Det vurderes, at GN Store Nord bør overveje at arbejde hen mod at øge likviditetsgraden, hvilket blandt andet kan ske ved at lave ændringer i betalingsbetingelser hos både leverandører og kunder.

7.2.9 Soliditetsgrad

Soliditetsgraden angiver, hvor stor en andel af de samlede aktiver der er finansieret af egenkapitalen. Soliditetsgraden beregnes som; $\text{Aktiver} / \text{Egenkapital}$ (Legaldesk, soliditetsgrad, 2022).

GN Store Nords soliditetsgrad ligger i analyseperioden mellem 22,2% og 35,4%. En soliditetsgrad på mellem 30-40% vurderes at være fornuftigt, da en højere soliditetsgrad reducerer risikoen for, at GN Store Nord ikke kan opfylde sine betalingsforpligtelser. GN Store Nords soliditetsgrad falder i 2022 til 22,2% som følge af øget fremmedkapital, som er anskaffet til brug for købet af SteelSeries. Selskabet har dog hurtigt formået at få bragt soliditetsgraden op på et tilfredsstillende niveau igen i 2023.



Figur 11 - Egen tilvirkning

7.3 Analyse af peer-gruppe

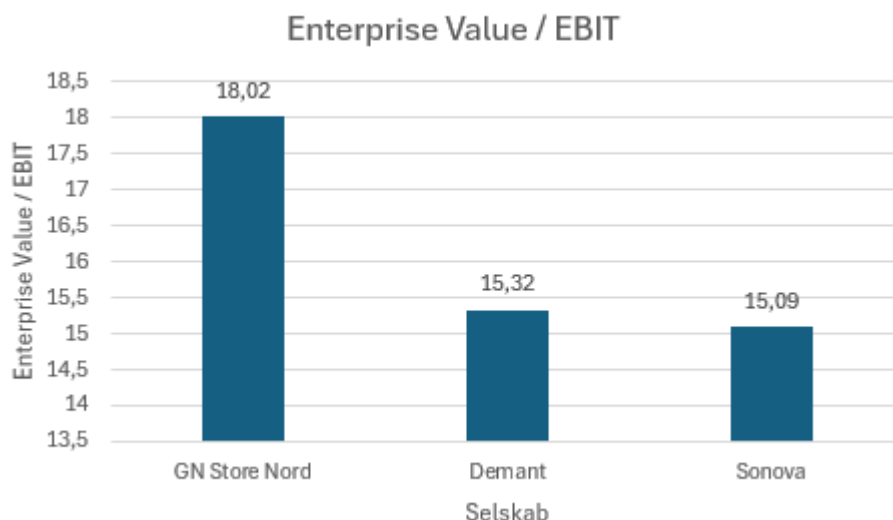
GN Store Nords aktiviteter er fordelt på 3 forretningsområder: Hearing, Enterprise og Gaming. Denne analyse sammenligner selskaber, der opererer inden for Hearing og Enterprise, da dette udgør den største andel af GN Store Nords forretning.

De 3 største aktører inden for høreapparater på verdensplan er Sonova, Demant, og GN Store Nord (Electronic-supply, 2024).

Sonova er markedsleder målt på omsætning, da de i 2023/24 har en omsætning på DKK 27.820 millioner (3.627 mio. CHF). De seneste 5 år har Sonovas EBIT% lagt mellem 17,5% og 23,8% hvilket er væsentlig højere end GN Store Nord. Sonovas EBIT% er dog faldende i 2023/24 hvor GN Store Nords til sammenligning er stigende. På trods af dette, har Sonova en markant bedre overskudsgrad end GN Store Nord. Herudover har Sonova ikke oplevet de samme vanskeligheder i årene 2022 og 2023, da de har forbedret deres overskudsgrad i denne periode. (Sonova årsrapport 2023/24, s. 102).

Demant, som er en anden dansk virksomhed som også opererer på markedet for høreapparater, har i 2024 en omsætning på DKK mio. 22.419. Demants overskudsgrad har i perioden 2020-2024 lagt på 10,6%-20,8%. Demant har ligesom med GN Store Nord oplevet udfordringer i 2022. Overskudsgraden ligger på et noget højere niveau end GN Store Nord (Demant årsrapport 2024, s. 12).

Nedenstående tabel viser Enterprise Value for de børsnoterede selskaber der sammenlignes med. Beregningen er foretaget ud fra EBIT pr. 31.12.2024 samt aktiekursen pr. 31.12.2024.



Figur 12 - Egen tilvirkning

GN Store Nords Enterprise Value er højere end både Demant og Sonova, til trods for at overskudsgraden i disse selskaber er markant højere end GN Store Nords. Årsagen til dette kan skyldes investorernes forventning til vækstraterne. GN Store Nord forventer at øge deres markedsandel stødt henover den næste årrække (GN Store Nord A/S, Capital Markets Day 2024, s. 24). Som nævnt tidligere, er sammenligningsgrundlaget ikke helt ens, da GN Store Nord som de eneste har aktiviteter inden for gaming.

7.4 Delkonklusion

Den ovenstående analyse af rentabiliteten i GN Store Nord for perioden 2020-2024 har vist, at egenkapitalens forrentning er faldet fra 25,2% til 10,4% i 2024. Dette sker som følge af et større fald i 2022, som er forårsaget af stigende råvarepriser.

Afkastningsgraden er tilsvarende faldet fra 12,6% i 2020 til 7,7% i 2024. Årsagen til faldet skyldes primært en større investering i opkøbet af SteelSeries samt stigende råvarepriser.

Overskudsgraden er faldet fra 12,1% i 2020 til 10,34% i 2024. Hvilket primært skyldes stigning i omkostningerne, da omsætningen har været nogenlunde stabil.

Gældende for disse nøgletal er at de i hele analyseperioden ligger på et fornuftigt niveau, selvom der i hovedsageligt 2022 og 2023 er sket et fald. GN Store Nord formår at tjene penge på deres omsætning i hele perioden, selvom der har været nogle udefrakommende faktorer som har påvirket selskabet negativt.

Der ses en fremgang i nøgletallene i 2024, hvilket vurderes positivt. Det tyder på, at GN Store Nord er på vej mod nogenlunde samme tilstand som før krigen i Ukraine.

Soliditetsgraden og likviditetsgraden har tilsvarende været under pres i 2022 og 2023, men er oppe på et tilfredsstillende niveau i 2024.

Sammenligningen med en peer-gruppe viser at GN Store Nord har en markant lavere overskudsgrad end Demant A/S og Sonova. Til trods for en lavere overskudsgrad, bliver GN Store Nord en højere multipl. pr. 31.12.2024. Dette skyldes dels, at GN Store Nord opererer på gaming-markedet, hvilket ingen af de øvrige selskaber gør. Herudover har GN Store Nord ambitioner om at overtage en større markedsandel henover den kommende årrække, hvilket kan øge investorernes forventning til vækstraten.

8. Budgetforudsætninger

For at sikre retvisende budgetforudsætninger for perioden 2025-2030 er selskabets primære forretningsområder budgetteret individuelt. Dette omfatter posterne omsætning, produktionsomkostninger samt salgs- og distributionsomkostninger. Denne tilgang muliggør en sammenligning af divisionsfortjenesten med tidligere år og ledelsens udmeldte dækningsgrader.

Budgetperioden strækker sig fra regnskabsåret 2025 til 2029, med 2030 som terminalperiode. Valget af denne periode skyldes selskabets modne karakter samt risikoen for øget usikkerhed ved en længere budgethorisont.

Nedenfor redegøres der for de forskellige forudsætninger, som ligger til grund for divisionsfortjenesterne, samt hvilke marginer der forventes at kunne opnå i budgetperioden frem mod terminalperioden.

8.1 Hearing

Hearing (mio. kr.)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	7.601	8.164	8.801	9.522	10.341	11.272
Produktionsomkostninger	2.812	2.996	3.203	3.438	3.702	4.001
Bruttofortjeneste	4.789	5.168	5.597	6.085	6.639	7.270
<i>Bruttomargin</i>	63,00%	63,30%	63,60%	63,90%	64,20%	64,50%
Salgs- og distributionsomkostninger	2.128	2.278	2.447	2.638	2.854	3.100
<i>% af salg</i>	28,00%	27,90%	27,80%	27,70%	27,60%	27,50%
Divisionsfortjeneste	2.660	2.890	3.151	3.447	3.785	4.171
<i>Divisionsmargin</i>	35,00%	35,40%	35,80%	36,20%	36,60%	37,00%

Tabel 3 - Egen tilvirkning

8.1.1 Omsætningsvækst

Hearing-divisionen har oplevet en nedadgående årlig omsætningsvækst i perioden 2022-2024. Det forventes, at divisionen i 2025 vil opnå en omsætningsvækst på 7% sammenlignet med 2024, hvilket svarer til midten af ledelsens guidede interval på 5-9% (GN Store Nord, announcement annual report 2024). Markedet, som divisionen opererer i, forventes at vokse med 3-5% ifølge ledelsen. Divisionen forventes således at erobre markedsandele i 2025, primært gennem lanceringen af høreapparatet ReSound Vivia, som markedsføres som verdens mindste høreapparat. I terminalperioden (2030) forventes en årlig omsætningsvækst på 9%. Der budgetteres med en lineær forøgelse i omsætningsvæksten fra 7% i 2025 til 9% i 2030, svarende til en årlig stigning på 0,40 procentpoint. Dette resulterer i en gennemsnitlig årlig sammensat vækstrate (CAGR) på 6,03% fra 2024 til 2028. Denne vækst indikerer, at divisionen forventes at vokse hurtigere end markedet, som har en langsigtet vækstrate på 3-5% (GN Store Nord A/S, Capital Markets Day 2024, slide 23).

8.1.2 Dækningsgrader

Produktionsomkostninger

For regnskabsårene 2020-2024 opnåede Hearing-divisionen en gennemsnitlig bruttomargin på 63,01%. I 2024 blev bruttomarginen realiseret til 62,75%, hvilket repræsenterer en stigning på 2,83 procentpoint sammenlignet med 2023. Ledelsen har i 2024 prioriteret en tættere kobling mellem omsætningsudvikling og produktionsomkostninger, hvilket afspejles i den forbedrede bruttomargin. På denne baggrund forventes en bruttomargin på 63% i 2025. I terminalperioden (2030) budgetteres med en bruttomargin på 64,50%, med en lineær forbedring fra 2025. Denne forventede stigning understøttes af synergier mellem selskabets divisioner, forbedrede

stordriftsfordele som følge af øget omsætning samt optimerede indkøbsvilkår gennem konsolidering af leverandører, hvilket muliggør bedre forhandlingsbetingelser grundet øget købsvolumen.

Salgs- og distributionsomkostninger

For regnskabsårene 2020-2024 udgjorde salgs- og distributionsomkostninger i gennemsnit 32,55% af Hearing-divisionens omsætning, men disse omkostninger har vist en nedadgående tendens siden 2022. For 2025 forventes omkostningerne at forblive på 2024-niveauet i forhold til omsætningen. I terminalperioden (2030) budgetteres med en reduktion til 27,50% af omsætningen, svarende til en forbedring på 0,58 procentpoint. Denne reduktion tilskrives ledelsens øgede fokus på omkostningsoptimering og divisionsfortjeneste.

Den forbedrede bruttomargin på 64,50% i terminalperioden kombineret med en reduceret andel af salgs- og distributionsomkostninger forventes at styrke Hearing-divisionens divisionsmargin. For 2025 budgetteres med en divisionsmargin på 35%, en forbedring på 0,32 procentpoint i forhold til 2024. I terminalperioden forventes en divisionsmargin på 37%, opnået gennem en lineær forbedring fra 2025, primært drevet af stordriftsfordele som følge af stigende omsætning.

8.2 Enterprise

Enterprise (mio. kr.)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	7.349	7.584	7.918	8.361	8.930	9.644
Produktionsomkostninger	3.234	3.314	3.436	3.604	3.822	4.099
Bruttofortjeneste	4.115	4.270	4.482	4.758	5.108	5.546
<i>Bruttomargin</i>	56,00%	56,30%	56,60%	56,90%	57,20%	57,50%
Salgs- og distributionsomkostninger	1.470	1.540	1.631	1.748	1.893	2.074
<i>% af salg</i>	20,00%	20,30%	20,60%	20,90%	21,20%	21,50%
Divisionsfortjeneste	2.646	2.730	2.850	3.010	3.215	3.472
<i>Divisionsmargin</i>	36,00%	36,00%	36,00%	36,00%	36,00%	36,00%

Tabel 4 - Egen tilvirkning

8.2.1 Omsætningsvækst

Enterprise-divisionen har oplevet betydelige nedgange i omsætningsvæksten siden toppen i 2021, hvor omsætningen voksede med 20% sammenlignet med 2020. I 2023 og 2024 oplevede divisionen negativ omsætningsvækst sammenlignet med det foregående år. Det forven-

tes, at divisionen i 2025 vil opnå en omsætningsvækst på 2%, hvilket svarer til midten af ledelsens guidede interval på 0-4% (GN Store Nord, announcement annual report 2024). Ledelsen vurderer, at den langsigtede strukturelle vækst på markedet for headsets vil udgøre 3-5%. I terminalperioden (2030) forventes en årlig omsætningsvækst på 8% for divisionen. Der budgetteres med en lineær forøgelse i omsætningsvæksten fra 2% i 2025 til 8% i 2030, svarende til en årlig stigning på 1,20 procentpoint. Væksten forventes primært at blive drevet af videomarkedet, som ifølge ledelsens skøn vil have en gennemsnitlig årlig sammensat vækstrate (CAGR) på 10-12% fra 2024 til 2028 (GN Store Nord A/S, Capital Markets Day 2024, slide 67). Videomarkedet udgjorde cirka 5% af divisionsomsætningen i 2023, men dens andel forventes at stige frem mod terminalperioden. Samlet set budgetteres der med en CAGR på 3,02% for Enterprise-divisionen fra 2024 til 2028.

8.2.2 Dækningsgrader

Produktionsomkostninger

Enterprise-divisionens bruttomargin har været stabil i perioden 2020-2023, men oplevede en markant forbedring i 2024. Det forventes, at 2024-marginen vil danne grundlag for fremtidige marginer. For 2025 budgetteres med en bruttomargin på 56%, stigende lineært til 57,50% i terminalperioden (2030). Denne forbedring understøttes af synergier med øvrige divisioner samt en reduktion i antallet af leverandører, hvilket forventes at optimere indkøbsbetingelser.

Salgs- og distributionsomkostninger

I perioden 2020-2024 har salgs- og distributionsomkostningerne i Enterprise-divisionen udvist en stigende tendens i forhold til omsætningen. For 2025 forventes denne tendens at blive brudt, efterfulgt af en lineær stigning frem mod terminalperioden (2030), hvor omkostningerne budgetteres til at udgøre 21,50% af divisionens omsætning.

Divisionsmarginen for 2025 budgetteres til 36% og forventes at forblive stabil frem mod terminalperioden, i overensstemmelse med ledelsens forventninger om begrænsede marginforbedringer. Eventuelle forbedringer i marginen forventes primært at være drevet af synergier med Gaming & Consumer-divisionen.

8.3 Gaming & Consumer

Gaming & Consumer (mio. kr.)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	4.007	4.351	4.708	5.075	5.451	5.833
Produktionsomkostninger	2.765	2.976	3.192	3.411	3.630	3.850
Bruttofortjeneste	1.242	1.375	1.516	1.665	1.821	1.983
<i>Bruttomargin</i>	31,00%	31,60%	32,20%	32,80%	33,40%	34,00%
Salgs- og distributionsomkostninger	972	1.053	1.137	1.223	1.311	1.400
<i>% af salg</i>	24,25%	24,20%	24,15%	24,10%	24,05%	24,00%
Divisionsfortjeneste	270	322	379	442	510	583
<i>Divisionsmargin</i>	6,75%	7,40%	8,05%	8,70%	9,35%	10,00%

Tabel 5 - Egen tilvirkning

8.3.1 Omsætningsvækst

Sammenligningsperioden for Gaming & Consumer-divisionen er begrænset, da divisionen først blev oprettet i 2022 i forbindelse med erhvervelsen af SteelSeries. I regnskabsåret 2024 oplevede divisionen en omsætningsnedgang på 5% sammenlignet med 2023, hvilket delvis kan henføres til udfasningen af en række produktlinjer. For 2025 forventes markedet for gaming at vokse med 3-5% med en langsigtet vækstrate på 5%. Ledelsen skønner, at Consumer-segmentets gennemsnitlige årlige sammensatte vækstrate (CAGR) vil være 5% mål fra 2024 frem til 2028 (GN Store Nord A/S, Capital Markets Day 2024, slide 91). For regnskabsåret 2025 forventes en omsætningsvækst på 9%, hvilket svarer til midten af ledelsens guidede interval på 7-12% (GN Store Nord, announcement annual report 2024). Denne vækst forventes primært at være drevet af fraværet af negative effekter fra udfasningen af produktlinjer samt et voksende marked. I terminalperioden (2030) forventes divisionen at opnå en årlig omsætningsvækst på 7 %. Omsætningsvæksten forventes at falde lineært fra 9% i 2025 til 7% i 2030, svarende til en årlig nedgang på 0,40 procentpoint. Samlet set budgetteres der med en CAGR på 6,66% for divisionen fra 2024 til 2028.

8.3.2 Dækningsgrader

Produktionsomkostninger

Gaming & Consumer-divisionen blev etableret i regnskabsåret 2022 gennem erhvervelsen af kapitalandele i SteelSeries. Den korte historik medfører øget usikkerhed i budgetteringen af fremtidige produktionsomkostninger og dermed bruttomarginen for denne division. Bruttomarginen har vist en stigende tendens fra 2022 til 2024, og det forventes, at Gaming & Con-

sumer-divisionen vil bidrage væsentligt til GN Store Nords samlede marginforbedring. Bruttomarginen forventes at stige fra 29,82% i 2024 til 31% i 2025, svarende til en forbedring på 1,18 procentpoint. Frem mod terminalperioden (2030) budgetteres med en bruttomargin på 34%, opnået gennem en lineær stigning fra 2025.

Denne udvikling drives primært af synergier med Enterprise-divisionen, herunder en reduktion i antallet af leverandører, hvilket forventes at forbedre forhandlingsbetingelserne gennem øget købsvolumen.

Salgs- og distributionsomkostninger

Salgs- og distributionsomkostningerne i Gaming & Consumer-divisionen har været svingende i perioden 2022-2024. Forventningen er, at omkostningernes andel af omsætningen vil forblive relativt stabil frem mod terminalperioden (2030), men med en svag lineær reduktion, således at de budgetteres til at udgøre 24% af divisionens omsætning i 2030.

Divisionsmarginen for 2025 budgetteres til 6,75%, med en forventet lineær stigning til 10% i terminalperioden (2030). Forbedringen i 2025 tilskrives primært reducerede omkostninger forbundet med udfasningen af Elite- og Talk-produktlinjerne. Frem mod 2030 forventes den øgede divisionsmargin at blive drevet af synergier med øvrige divisioner, en tættere integration af SteelSeries samt et øget fokus på optimering af omkostningsstrukturen i forhold til omsætningsudviklingen.

8.4 Konsolideret

Estimaterne for resultatopgørelsens poster i det følgende er baseret på GN Store Nords historiske konsoliderede resultater for regnskabsårene 2020-2024.

8.4.1 Resultatposter

Udviklingsomkostninger

I perioden 2020-2024 udgjorde gruppens udviklingsomkostninger i gennemsnit 8,34% af omsætningen. Gennem synergier mellem divisionerne forventes besparelser, da udviklingsarbejde i én division delvist eller fuldt kan udnyttes i andre divisioner. På baggrund af denne antagelse forventes udviklingsomkostningernes andel af omsætningen at falde fra 8,29% i 2024 til 7% i 2025. Estimeringsusikkerhed eksisterer, da omfanget af tværdivisionsudnyttelse ikke

kan fastlægges præcist. Derfor antages det, at udviklingsomkostningernes andel af den samlede omsætning forbliver stabil på 7% frem mod terminalperioden (2030).

Administrationsomkostninger

I perioden 2020-2024 udgjorde gruppens administrationsomkostninger i gennemsnit 8,48% af omsætningen. Ledelsens mål om en EBITA-margin på 16-17% i 2028 indebærer blandt andet effektivisering af administrative processer for at opnå besparelser. For 2025 estimeres administrationsomkostningerne til 8% af gruppens omsætning, svarende til et fald på 0,58 procentpoint sammenlignet med 2024. Fra 2026 og frem mod terminalperioden (2030) forventes omkostningerne at stabilisere sig på 7% af omsætningen, hvor yderligere effektiviseringsgevinster ikke forventes. Dette niveau repræsenterer en reduktion på 0,64 procentpoint sammenlignet med det laveste niveau i perioden 2020-2024 (regnskabsåret 2021).

Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto

Posten for andre driftsindtægter og -omkostninger, netto, har været svingende i perioden 2020-2024, primært påvirket af enkeltstående begivenheder. På grund af usikkerheden omkring denne post og dens begrænsede indflydelse på den samlede værdiansættelse indregnes den til 0 fra 2025 og frem mod terminalperioden (2030).

EBITA

Baseret på ovenstående vurderinger forventes GN Store Nords EBITA-margin at nå 13,42% i regnskabsåret 2025, hvilket ligger inden for ledelsens guidance på 12-14% (GN Store Nord A/S, Capital Markets Day 2024, slide 168). For 2028 har ledelsen angivet en målsætning om en EBITA-margin på 16-17%, og i værdiansættelsen estimeres denne til 16,05%, hvilket er i overensstemmelse med det guidede interval (GN Store Nord, announcement annual report 2024). EBITA-marginen forventes at forbedres lineært frem mod terminalperioden (2030), hvor den estimeres til 16,75%.

Af- og nedskrivning af overtagne immaterielle aktiver

I perioden 2020-2024 udgjorde af- og nedskrivninger af overtagne immaterielle aktiver i gennemsnit 1,95% af omsætningen. Denne andel forventes at forblive stabil frem mod terminalperioden (2030), og af- og nedskrivningerne budgetteres derfor til 2% af omsætningen i hele budgetperioden.

Skatter

I perioden 2022-2024 udgjorde skatten af EBIT i gennemsnit 13%, hvilket er lavere end den danske selskabsskattesats på 22%. Dette tilskrives høje renteomkostninger forbundet med erhvervelsen af SteelSeries. Skattesatsen forventes at stige til 18% i 2025 og 20% i 2026, hvorefter den antages at stabilisere sig på 22% for resten af budgetperioden frem mod 2030.

Denne udvikling afspejler en gradvis nedbringelse af gælden fra SteelSeries-erhvervelsen, hvilket bringer skattesatsen i overensstemmelse med det normale niveau.

8.4.2 Reguleringer til de frie pengestrømmene

Pengestrømme fra driftsaktivitet

I perioden 2020-2024 har GN Store Nord foretaget flere ikke-kontante reguleringer i pengestrømmene fra driftsaktiviteter. På grund af de betydelige historiske udsving i disse reguleringer er de udeladt fra budgetteringen af pengestrømme fra driftsaktiviteter i budgetperioden.

Af- og nedskrivninger udgjorde i gennemsnit 8% af gruppens omsætning i perioden 2020-2024 og forblev stabile med kun mindre udsving. Baseret på denne stabilitet budgetteres af- og nedskrivninger til 8% af den forventede omsætning i hele budgetperioden, inklusive terminalperioden (2030).

Pengestrømme fra investeringsaktiviteter

I perioden 2020-2024 har GN Store Nords anlægsinvesteringer som andel af omsætningen været svingende, primært på grund af køb og salg af virksomheder, særligt erhvervelsen af SteelSeries i 2022. For at sikre en mere stabil budgettering er poster relateret til virksomhedsanskaffelser og -salg udeladt fra anlægsinvesteringerne i budgetperioden. Når disse justeringer foretages, udgjorde anlægsinvesteringerne i gennemsnit 9% af omsætningen i sammenligningsperioden og forblev relativt stabile. I budgetperioden forventes anlægsinvesteringerne at udgøre 10% af den forventede omsætning, en stigning på 1 procentpoint i forhold til gennemsnittet, for at tage højde for forventede opkøb i forbindelse med vækst. Da omfanget af fremtidige opkøb er ukendt, er denne justering foretaget som en forsigtighedsforanstaltning.

Ændringer i selskabets arbejdskapital

I sammenligningsperioden 2020-2024 har GN Store Nords arbejdskapital som andel af omsætningen været svingende. I budgetperioden antages ændringen i nettoarbejdskapitalen at udgøre 2% af den forventede omsætning, baseret på gennemsnittet for regnskabsårene 2023-2024. Denne forventning afspejler, at arbejdskapitalen vil stige i takt med øget omsætning og aktivitetsniveau, hvilket især vil medføre øgede bindinger i varelager og debitorer.

8.5 Delkonklusion

Budgetforudsætningerne for GN Store Nord i 2025-2030 bygger på en detaljeret analyse af Hearing-, Enterprise- og Gaming & Consumer-divisionerne.

Hearing-divisionen forventes at øge omsætningen fra 7% i 2025 til 9% i 2030, med en bruttomargin stigende fra 63% til 64,50% og en divisionsmargin fra 35% til 37%, men står over for konkurrencepres.

Enterprise-divisionen ventes at vende negativ vækst med en omsætningsvækst fra 2% til 8%, drevet af videomarkedet, og en bruttomargin fra 56% til 57,50%, dog med risiko fra markedsvolatilitet.

Gaming & Consumer forventes at vokse fra 9% til 7% i omsætning, med en bruttomargin fra 31% til 34% og en divisionsmargin fra 6,75% til 10%, men begrænses af kort historik.

Synergier, herunder fælles R&D og optimerede indkøb, styrker marginer på tværs af divisioner. Konsolideret forventes en EBITA-margin på 13,42% i 2025, stigende til 16,75% i 2030, understøttet af reducerede udviklings- og administrationsomkostninger og stabile afskrivninger. Anlægsinvesteringer og arbejdskapital afspejler vækstforventninger.

Terminalperiodens antagelser balancerer branchetrends og strategiske mål, men makroøkonomiske risici og valutasvingninger udgør usikkerheder. Budgettet danner et solidt grundlag for værdiberegningen, der afvejer vækst og omkostningskontrol.

9. WACC

I DCF-modellen er en af de mest væsentlige komponenter til at fastsætte nutidsværdien af de beregnede fremtidige pengestrømme, de vægtede kapitalomkostninger også kaldes WACC.

WACC afspejler selskabets gennemsnitlige kapitalomkostninger og beregnes ud fra afkastkravet til egenkapitalen og fremmedkapitalen, hvor fremmedkapitalomkostningen justeres for skat (Skat, DCF-modellen). Formlen til at de vægtede kapitalomkostninger ser derfor således ud:

$$WACC = (Egenkapitalandel \times Egenkapitalomkostning) + (Fremmedkapitalandel \times Fremmedkapitalomkostning)$$

De enkelte komponenter gennemgås i de følgende afsnit.

9.1 Afkastkrav til egenkapitalen

For at kunne fastlægge afkastkravet til egenkapitalen vil der gøres brug af CAPM-modellen. I denne model skal der bruges følgende delkomponenter: risikofri rente, Beta og markedsrisikopræmie. Nedenfor er ovenstående delkomponenter gennemgået, samt hvordan disse er bestemt.

9.1.1 Risikofri rente

Den risikofri rente repræsenterer det forventede afkast, en investor kan opnå ved en investering uden systematisk risiko. Til fastlæggelse af denne rente anvendes typisk statsobligationer, da disse generelt betragtes som risikofrie aktiver. I denne analyse er der anvendt 10-årige statsobligationer, da disse anses for at repræsentere en standard for risikofrie investeringer (Skat, risikofri rente). Specifikt er den risikofri rente baseret på et gennemsnit af renten på den amerikanske 10-årige statsobligation og den danske 10-årige statsobligation. Dette valg afspejler GN Store Nords geografiske eksponering, idet selskabet er baseret i Danmark, men har betydelige aktiviteter i USA. Renten på den danske 10-årige statsobligation var 2,13% (Den Mobile Statistikbank) i marts 2025, mens renten på den amerikanske 10-årige statsobligation var 4,306% pr. 17. marts 2025 (CNBC, U.S. 10 Year Treasury). Den gennemsnitlige risikofri rente er derfor beregnet til 3,22%.

9.1.2 Beta

I CAPM-modellen anvendes beta som en nøgleparameter til at måle systematisk risiko, idet den viser, hvordan en akties prisbevægelser forholder sig til en teoretisk markedsportefølje. Da en ideel markedsportefølje, der inkluderer alle aktivklasser med den korrekte fordeling,

ikke eksisterer, sammenlignes aktivets bevægelser ofte med store nationale eller globale indeks. En betaværdi på 0 repræsenterer en investering uden risiko. En beta mellem 0 og 1 signalerer lavere prisvolatilitet end markedet, hvilket indebærer reduceret systematisk risiko. En beta på 1 afspejler samme volatilitet som markedet, mens en beta over 1 indikerer højere prisvolatilitet og dermed øget systematisk risiko i forhold til markedet.

For GN Store Nord er betaværdien estimeret baseret på data fra Yahoo Finance og FactSet. Ifølge Yahoo Finance er den 5-årige månedlige beta, beregnet i forhold til S&P 500-indekset, 1,61 (Yahoo Finance, GN.CO), hvilket indikerer højere volatilitet end det amerikanske marked. I modsætning hertil er den 5-årige beta i forhold til OMX C25-indekset, hvor GN Store Nord er noteret, 0,83 ifølge FactSet, hvilket antyder lavere volatilitet end det danske marked. FactSet anses for en pålidelig kilde til den justerede beta.

Da GN Store Nord har betydelige aktiviteter i USA, og samtidig er noteret på det danske marked, er der anvendt et gennemsnit af de to 5-årige betaværdier for at afbalancere de to markedsreferencer. Dette resulterer i en beta på 1,22 for GN Store Nord, hvilket afspejler en moderat højere systematisk risiko end markedet generelt.

9.1.3 Markedsrisikopræmie

Et afsluttende element i CAPM-modellen er markedsrisikopræmien, som repræsenterer det ekstra afkast, en investor forventer ved at investere i et risikobærende aktiv frem for en risikofri investering, såsom en statsobligation, der traditionelt betragtes som risikofri. Til fastsættelse af markedsrisikopræmien er der anvendt data fra en rapport publiceret af Aswath Damodaran, en anerkendt professor i økonomi og værdiansættelse ved New York University. Rapporten, senest opdateret i januar 2025, angiver, at markedsrisikopræmien for Danmark er 4,33 % (Country Default Spreads and Risk Premiums).

9.2 Afkastkrav til fremmedkapital

Den resterende komponent i beregningen af WACC er fastsættelse af afkastkravet til fremmedkapitalen. I den forbindelse skal der fastsættes en gældsrente, samt en skattesats. Nedenfor er redegørelserne for fastsættelsen af disse delkomponenter.

9.2.1 Skattesats

Der er valgt en skattesats på 22 %, hvilket svarer til den nuværende selskabsskattesats i Danmark (Skat, centrale skattesatser). Denne sats er højere end i de to første budgetperioder, men anses for realistisk på lang sigt.

9.2.2 Gældsrente

Gældsrenten for GN Store Nord er fastsat på baggrund af gruppens nuværende gældsstruktur og de gennemsnitlige renteomkostninger for 2023 og 2024. Gældsrenten er beregnet ud fra den gennemsnitlige rentebærende gæld fra ultimo 2023 til ultimo 2024 samt de realiserede renteudgifter for 2024. GN Store Nord havde ultimo 2023 en rentebærende gæld på 13.499 mio. kr., bestående af kortfristet og langfristet gæld. Ultimo 2024 var gældsforpligtelsen reduceret til 11.487 mio. kr., opgjort på samme måde som i 2023. Den gennemsnitlige gældsforpligtelse for regnskabsåret 2024 udgjorde således 12.493 mio. kr. Renteudgifterne udgjorde 850 mio. kr. i 2024, hvilket svarer til en gældsrente på 6,80 % i forhold til den gennemsnitlige gæld i regnskabsåret, baseret på primo-ultimo-udviklingen. I 2024 var Danmarks Nationalbanks gennemsnitlige diskonto 3,32 %, hvilket indebærer, at gældsrenten var 3,48 procentpoint højere end diskontoen. Denne forskel repræsenterer et risikotillæg, som anses for at være på et forventet niveau.

9.3 Beregning af WACC

For at beregne WACC skal markedsværdien af egenkapitalen først fastsættes. GN Store Nords selskabskapital består af 150,91 mio. andele, hvoraf 5,30 mio. er i selskabets egen besiddelse. Der er således 145,61 mio. andele i omløb. Lukkekursen pr. 12. marts 2025 var 117,35 kr, hvilket anvendes som kurs i beregningen (Yahoo Finance, GN.CO).

Markedsværdien af egenkapitalen beregnes således:

$$145,61 \times 117,35 = 17.087 \text{ mio.}$$

GN Store Nord havde ultimo 2024 rentebærende gældsforpligtelser på 11.487 mio. kr. Virksomhedsværdien (EV), defineret som summen af markedsværdien af egenkapitalen og gælden, udgør derfor 17.087 mio. kr. + 11.487 mio. kr. = 28.574 mio. kr.

Med disse oplysninger kan komponenterne til WACC beregnes som følger:

Egenkapitalandel

$$\text{Markedsværdi} \div EV = 17.087 \div 28.574 = \mathbf{59,80\%}$$

Afkastkrav til egenkapital

$$\begin{aligned} \text{Risikofri rente} + (\text{Beta} \times \text{Markedsrisikopræmie}) &= 3,22\% + (1,22 \times 4,33\%) \\ &= \mathbf{8,50\%} \end{aligned}$$

Fremmedkapitalandel

$$\text{Gæld} \div EV = 11.487 \div 28.574 = \mathbf{40,20\%}$$

Afkastkrav til fremmedkapital

$$\text{Gældsrente} * (1 - \text{skattesats}) = 6,80\% * (1 - 22\%) = \mathbf{5,31\%}$$

WACC

$$\begin{aligned} &(\text{Egenkapitalandel} \times \text{Afkastkrav til egenkapital}) \\ &+ (\text{Fremmedkapitalandel} \times \text{Afkastkrav til egenkapital}) \\ &= (59,80\% \times 8,50\%) + (40,20\% \times 5,31\%) = \mathbf{7,22\%} \end{aligned}$$

10. Værdiansættelse

På baggrund af de tidligere budgetforudsætninger og beregningen af WACC kan der nu foretages en værdiansættelse af GN Store Nord. Værdiansættelsen er baseret på DCF-modellen, som beregner egenkapitalværdien ved at tilbagediskontere de fremtidige frie pengestrømme.

10.1 Opgørelse af fremtidige frie pengestrømme

Til opgørelsen af GN Store Nords fremtidige frie pengestrømme anvendes de tidligere budgetforudsætninger. EBIT fratrækkes den forventede skattesats for at beregne NOPAT. Herefter tillægges budgetterede af- og nedskrivninger, hvorefter anlægsinvesteringer (CapEx) fratrækkes. Endelig korrigeres for ændringer i arbejdskapitalen. På baggrund af dette beregnes de frie pengestrømme (FCF), som vist i nedenstående tabel.

DCF (mio. kr.)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	18.957	20.099	21.427	22.959	24.722	26.749
% vækst	5%	6%	7%	7%	8%	8%
EBIT	2.164	2.726	2.952	3.225	3.554	3.946
% margin	11%	14%	14%	14%	14%	15%
Skatter	390	545	649	710	782	868
% af EBIT	18%	20%	22%	22%	22%	22%
NOPAT	1.775	2.181	2.302	2.516	2.772	3.078
D&A	1.579	1.674	1.785	1.913	2.059	2.228
% af salg	8%	8%	8%	8%	8%	8%
CapEx	1.942	2.059	2.195	2.352	2.533	2.740
% af salg	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Change in NWC	433	459	489	524	564	611
% af salg	2%	2%	2%	2%	2%	2%
FCF	979	1.337	1.403	1.552	1.734	1.955
Nutidsværdi af FCF	372	1.221	1.195	1.233	1.285	1.351

Tabel 6 - Egen tilvirkning

10.2 Diskontering af fremtidige frie pengestrømme

Ved diskontering af de frie pengestrømme til nutidsværdi korrigeres for halvårseffekten. Uden denne korrektion ville pengestrømme fra starten og slutningen af en periode blive diskonteret med samme vægtning, hvilket undervurderer tidens værdi. Halvårseffekten justerer diskonteringen ved at antage, at pengestrømme realiseres midt i perioden, svarende til et halvt års diskontering.

For 2025 tages der højde for, at der fra analysetidspunktet 12. marts 2025 til årsafslutningen 31. december 2025 refterer 0,80 år. Denne periode diskonteres med halvdelen af denne rest (0,40 år) for at korrigere for halvårseffekten. For 2026 anvendes en diskonteringsfaktor på 1,30 år (0,80 + 0,50), da der refterer et halvt år fra 31. december 2025 til 30. juni 2026. For de efterfølgende perioder tillægges 1 år til den foregående diskonteringsfaktor, da pengestrømmene antages at realiseres midt i året. Dette er illustreret i nedenstående tabel.

Halvårseffekt	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Restperiode	0,80					
Diskonteringsperioden	0,40	1,30	2,30	3,30	4,30	5,30

Tabel 7 - Egen tilvirkning

10.3 Værdi af egenkapital

Egenkapitalværdien beregnes ved at summere nutidsværdien af de frie pengestrømme i budgetperioden (2025-2029) og nutidsværdien af terminalværdien. Terminalværdien beregnes og diskonteres til nutidsværdi. Summen af disse udgør virksomhedsværdien (EV). For at udlede egenkapitalværdien tillægges likvide beholdninger, og gældsforpligtelser fratrækkes.

For GN Store Nord resulterer dette i en egenkapitalværdi på 22.003 mio. kr. Tidligere blev det fastslået, at selskabskapitalen består af 145,61 mio. andele i omløb. Den teoretiske aktiekurs beregnes derfor til 151,11 kr., som vist i nedenstående tabel.

Værdiansættelse (mio. kr.)	
NPV af cash flow 2025-2029	5.306
Terminalværdi	39.364
NPV af terminalværdi	27.204
NPV i alt (Enterprise Value)	32.510
+Likvider	980
-gæld	11.487
Værdi af EK	22.003
Aktier	145,61
Aktiekurs	151,11

Tabel 8 - Egen tilvirkning

10.3.1 Positivt udfald

Værdiansættelsen afhænger af flere variabler, hvorfor der nedenfor er udarbejdet en teoretisk aktiekurs for et scenarie, hvor GN Store Nord præsterer bedre end forventet i forhold til den tidligere beregnede værdiansættelse. I et positivt scenarie forventes en årlig omsætningsvækst, der er 15 % højere end den budgetterede på samtlige divisioner. Derudover forventes bruttomarginen og divisionsmarginerne at være 5 % højere end det budgetterede. Øvrige driftsposter samt justeringer i pengestrømsopgørelsen forventes ikke at ændre sig procentuelt. Det positive scenarie påvirker ikke den tidligere beregnede WACC eller terminalvækstraten. Den teoretiske aktiekurs under dette scenarie er vist i nedenstående tabel.

Værdiansættelse (mio. kr.)	
NPV af cash flow 2025-2029	6.402
Terminalværdi	48.335
NPV af terminalværdi	33.403
NPV i alt (Enterprise Value)	39.805
+Likvider	980
-gæld	11.487
Værdi af EK	29.298
Aktier	145,61
Aktiekurs	201,21

Tabel 9 - Egen tilvirkning

10.3.2 Negativt udfald

Ligeledes er et negativt scenarie muligt. I et negativt scenarie forventes den årlige omsætningsvækst for samtlige divisioner at være 15 % lavere end den budgetterede. Samtidig forventes bruttomarginen og divisionsmarginerne at være 5 % lavere end det budgetterede. Som i det positive scenarie forventes øvrige driftsposter og justeringer i pengestrømsopgørelsen ikke at ændre sig procentuelt. Det negative scenarie påvirker ikke den beregnede WACC eller terminalvækstraten. Den teoretiske aktiekurs under dette scenarie er vist i nedenstående tabel.

Værdiansættelse (mio. kr.)	
NPV af cash flow 2025-2029	4.264
Terminalværdi	31.219
NPV af terminalværdi	21.575
NPV i alt (Enterprise Value)	25.839
+Likvider	980
-gæld	11.487
Værdi af EK	15.332
Aktier	145,61
Aktiekurs	105,29

Tabel 10 - Egen tilvirkning

10.4 Følsomhedsanalyse

Da DCF-modellen er baseret på skøn, der kan have væsentlig indflydelse på det endelige resultat, er der udarbejdet følsomhedsanalyser for at belyse, hvordan mindre ændringer og usikkerheder påvirker aktiekursen.

Fastsættelsen af gældsrenten og betaen i WACC-beregningen indebærer flere skøn. Betaen er beregnet som et gennemsnit af betaværdier fra S&P 500 og OMX C20. Hvis der ikke var anvendt et gennemsnit, ville forskellen mellem de to betaværdier have haft en betydelig indflydelse på WACC. Gældsrenten er baseret på renteomkostningerne for 2024, men en beregning baseret på en længere historik ville have resulteret i en lavere gældsrente. Nedenstående følsomhedstabel illustrerer, hvordan ændringer i gældsrenten og betaen påvirker WACC.

		Gældsrente				
		5,80%	6,30%	6,80%	7,30%	7,80%
Beta	0,92	6,13%	6,28%	6,44%	6,60%	6,75%
	1,07	6,51%	6,67%	6,83%	6,99%	7,14%
	1,22	6,90%	7,06%	7,22%	7,37%	7,53%
	1,37	7,29%	7,45%	7,61%	7,76%	7,92%
	1,52	7,68%	7,84%	7,99%	8,15%	8,31%

Tabel 11 - Egen tilvirkning

Gældsrenten påvirker WACC direkte og dermed indirekte egenkapitalværdien og aktiekursen. Nedenstående følsomhedstabel viser, hvordan ændringer i WACC og terminalvækstraten påvirker den beregnede aktiekurs. Hvis terminalvækstraten falder med 1 procentpoint, og WACC stiger med 1 procentpoint, hvilket begge har en negativ effekt på aktiekursen, vil den beregnede aktiekurs være 90,18 kr. Dette svarer til et fald på 60,93 kr., eller 40,32 %, i forhold til basisaktiekursen på 151,11 kr. Omvendt, hvis terminalvækstraten stiger med 1 procentpoint, og WACC falder med 1 procentpoint, hvilket begge bidrager positivt, vil aktiekursen være 293,92 kr. Dette svarer til en stigning på 142,81 kr., eller 94,51 %.

		Vækstrate				
		3,25%	2,75%	2,25%	1,75%	1,25%
WACC	6,22%	293,92	246,51	211,05	183,53	161,55
	6,72%	239,12	204,54	177,69	156,26	138,74
	7,22%	198,20	172,02	151,11	134,02	119,79
	7,72%	166,50	146,10	129,43	115,55	103,82
	8,22%	141,24	124,97	111,43	99,98	90,18

Tabel 12 - Egen tilvirkning

Følsomhedsanalyserne viser, at udviklingen i aktiemarkedet og makroøkonomiske forhold har en betydelig indflydelse på værdiansættelsen af GN Store Nords aktiekurs.

11. Konklusion

Denne analyse har haft til formål at fastsætte den teoretiske markedsværdi af GN Store Nord A/S pr. 12. marts 2025 og vurdere, om aktien er over- eller undervurderet i forhold til markedskursen på 117,35 kr.

Den strategiske analyse viser, at GN Store Nord A/S opererer i en dynamisk og konkurrencepræget industri, hvor teknologisk innovation, global tilstedeværelse og synergier mellem divisionerne (Hearing, Gaming & Consumer og Enterprise) er centrale værdidrivere.

PESTEL-analysen fremhæver muligheder i en aldrende befolkning og stigende efterspørgsel efter hybridarbejdsløsninger, men også trusler fra geopolitiske spændinger, chipmangel og stigende omkostninger. Porter's Five Forces indikerer høj konkurrenceintensitet, især i Gaming & Consumer og Enterprise, samt betydelig leverandørmagt for halvledere, mens høje adgangsbARRIERER i høreteknologi beskytter Hearing-divisionen. Værdikædeanalysen understreger GN's styrker i R&D, global distribution og differentierede produkter, men udfordringer som høje produktionsomkostninger i Danmark og afhængighed af asiatiske leverandører kræver fortsat optimering.

Regnskabsanalysen for perioden 2020-2024 viser en faldende rentabilitet, med egenkapitalens forrentning faldet fra 25,2 % til 10,4 % og afkastningsgraden fra 12,6 % til 7,7 %, primært drevet af stigende råvarepriser og opkøbet af SteelSeries i 2022, som har medført en større andel fremmedkapital. Overskudsgraden faldt fra 12,1 % til 10,34 %, men en stabil omsætning og forbedringer i 2024 indikerer en positiv udvikling. Likviditets- og soliditetsgraden var under pres i 2022-2023, men nåede acceptable niveauer i 2024. Sammenlignet med konkurrenter som Sonova og Demant har GN en lavere overskudsgrad, men en højere enterprise value, hvilket kan afspejle investorernes forventninger til fremtidig vækst, især i gaming-segmentet.

Værdiansættelsen, baseret på en DCF-model, estimerer en teoretisk aktiekurs på 151,11 DKK, hvilket indikerer en undervurdering på cirka 28,8 % i forhold til markedskursen på 117,35 DKK. Budgetforudsætningerne antager en gennemsnitlig årlig omsætningsvækst på 6,03 % for Hearing, 3,02 % for Enterprise og 6,66 % for Gaming & Consumer frem til 2028, drevet af forbedrede bruttomarginer og divisionsmarginer som følge af synergier og omkostningsoptimering.

WACC er beregnet til 7,18 %, baseret på en risikofri rente på 3,22 %, en beta på 1,22 og en gældsrente på 6,80 %. Følsomhedsanalysen viser, at aktiekursen er følsom over for ændringer i WACC og terminalvækstraten. En stigning i terminalvækstraten på 1 procentpoint og et fald i WACC på 1 procentpoint resulterer i en aktiekurs på 293,92 DKK, mens et negativt scenarie med et fald i terminalvækstraten på 1 procentpoint og en stigning i WACC på 1 procentpoint giver en aktiekurs på cirka 90 DKK. Disse variationer afspejler udelukkende ændringer i terminalvækstraten og WACC, mens budgetforudsætningerne forbliver uændrede. Usikkerheden i værdiansættelsen af GN Store Nord afhænger også af variabler i budgetforudsætningerne, hvilket illustreres gennem værdiansættelser baseret på henholdsvis positive og negative budgetscenarier.

GN Store Nord fremstår som en attraktiv investeringsmulighed, da den teoretiske aktiekurs på 151,11 kr. overstiger markedskursen betydeligt. Selskabets strategiske position, med stærke brands som ReSound, Jabra og SteelSeries, samt potentiale for vækst i høreteknologi og gaming, understøtter en positiv langsigtet udsigt. Dog medfører makroøkonomiske forhold, konkurrencepres, geopolitiske risici og en høj gæld en vis usikkerhed. Investorer bør overveje GN Store Nord, en undervurderet aktie med vækstpotentiale, men med behov for fortsat fokus på omkostningskontrol og teknologisk innovation for at realisere den beregnede værdi.

12. Litteraturliste

Bøger

2024, Finance for Executives 7th edition, Cengage, United Kingdom, Gabriel Hawawini & Claude Viallet.

Hjemmesider

Bloomberg <https://www.bloomberg.com>, 2025 [13-04-2025]

Bluetooth SIG <https://www.bluetooth.com/blog/bluetooth-technology-in-2024-and-beyond>, 2024 [22-04-2025]

CDC <https://www.cdc.gov/hearing/index.html>, 2023 [14-04-2025]

CNBC, U.S. 10 Year Treasury <https://www.cnbc.com/quotes/US10Y>, 2025 [16-04-2025]

Country Default Spreads and Risk Premiums

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 2025 [17-04-2025]

Den Mobile Statistikbank <https://www.statistikbanken.dk>, 2025 [16-04-2025]

ECB <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html>, 2024 [12-04-2025]

EDPB https://edpb.europa.eu/news/news_en, 2024 [22-04-2025]

Electronic-Supply https://www.electronic-supply.dk/article/view/1110520/danskernes_storste_konkurrent_med_nyt_produkt_det_er_en_gamechanger, 2024 [02-05-2025]

Ellen MacArthur Foundation <https://ellenmacarthurfoundation.org/circular-economy-in-detail>, 2024 [22-04-2025]

ENISA <https://www.enisa.europa.eu/publications/guidelines-for-securing-the-internet-of-things>, 2024 [22-04-2025]

Energy Star https://www.energystar.gov/products/audio_video, 2024 [22-04-2025]

EU MDR https://health.ec.europa.eu/system/files/2021-10/mdr_regulation_en_0.pdf, 2017 [22-04-2025]

EU OSHA <https://osha.europa.eu/en>, 2024 [26-04-2025]

Eurostat <https://ec.europa.eu/eurostat>, 2025 [13-04-2025]

European Commission https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en, 2024 [13-04-2025]

FDA <https://www.fda.gov/medical-devices/hearing-aids/otc-hearing-aids>, 2022 [26-04-2025]

Federal Reserve https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm, 2024 [12-04-2025]

Gartner <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases>, 2024 [14-04-2025]

GN Store Nord <https://www.gn.com/Investor/Financial-information/Annual-reports>, 2022 [13-04-2025]

IEA <https://www.iea.org>, 2025 [12-04-2025]

ILO <https://www.ilo.org/global/topics/decent-work/lang--en/index.htm>, 2024 [22-04-2025]

IMF <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>, 2025 [13-04-2025]

Lancet [https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736\(21\)00675-5/fulltext](https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736(21)00675-5/fulltext), 2021 [14-04-2025]

LegalDesk, likviditetsgrad <https://www.legaldesk.dk/erhverv/selskabsstiftelse/likviditetsgrad>, 2023 [09-05-2025]

LegalDesk, soliditetsgrad <https://www.legaldesk.dk/erhverv/selskabsstiftelse/soliditetsgrad>, 2022 [09-05-2025]

Nationalbanken, rentesatser <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser-pengepolitik-og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser>, 2025 [30-04-2025]

Nationalbanken, vækst <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/arkiv-publikationer/2022/udsigter-for-dansk-oekonomi-krig-i-ukraine-daemper-vaeksten-og-oeger-priserne>, 2022 [30-04-2025]

OECD <https://www.oecd.org/economic-outlook>, 2025 [13-04-2025]

Skat, centrale skattesatser <https://www.skm.dk/skattetal/satser/centrale-skattesatser-i-skatte-lovgivningen>, 2024 [15-04-2025]

Skat, DCF-modellen <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2244649>, 2019 [14-04-2025]

Skat, risikofri rente <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2244649>, 2019 [19-04-2025]

Statista <https://www.statista.com/statistics/1103500/headphones-earphones-market-value-worldwide>, 2024 [14-04-2025]

USTR <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2024/december/ustr-initiates-section-301-investigation-chinas-acts-policies-and-practices-related-targeting>, 2024 [12-04-2025]

Virksomhedsguiden <https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/>, 2025 [02-05-2025]

WHO <https://www.who.int/publications/i/item/world-report-on-hearing>, 2023 [13-04-2025]

WIPO <https://www.wipo.int/about-ip/en/>, 2024 [26-04-2025]

WTO https://www.wto.org/english/news_e/news24_e/tariff_report2025_e.htm, 2025 [26-04-2025]

Yahoo Finance, GN.CO <https://finance.yahoo.com/quote/GN.CO/>, 2025 [17-04-2025]

Regnskabsmateriale:

GN Store Nord A/S årsrapport 2020

GN Store Nord A/S årsrapport 2021

GN Store Nord A/S årsrapport 2022

GN Store Nord A/S årsrapport 2023

GN Store Nord A/S årsrapport 2024

Sonova årsrapport 2023/24

Demant A/S årsrapport 2024

GN Store Nord A/S, announcement annual report 2024: [GN Annual Report 2024: Strong growth in Hearing and Gaming offset by slight decline in Enterprise leading to 1% Group organic revenue growth, 12% reported EBITA margin, and free cash flow excl. M&A of DKK 1.1 billion - \[Feb 06, 2025\]](#)

GN Store Nord A/S, Capital Markets Day 2024: <https://www.gn.com/-/media/Files/Financial-Download-Center/2024/Q2/GN-Store-Nord-Capital-Markets-Day-2024.pdf>

13. Bilag

GN Store Nord DCF

Ticker	GN.CO	Beregnet kurs	151,11	Upside (Downside)	57,13	WACC	7,22%
Dato	12-03-2025	Faktisk kurs	93,98	Potentiale i %	60,79%	TGR	2,25%
Årsafslutning	31-12-2025						

Antagelser

Omsætning									
Vækstantagelse		1 Negativ		2 Neutral		3 Positiv			
Hearing	2	Hearing	85%	Hearing	9,00%	Hearing	115%		
Enterprise	2	Enterprise	85%	Enterprise	8,00%	Enterprise	115%		
Gaming & Consumer	2	Gaming & Consumer	85%	Gaming & Consumer	7,00%	Gaming & Consumer	115%		
Produktionsomkostninger									
Vækstantagelse		1 Negativ		2 Neutral		3 Positiv			
Hearing	2	Hearing	95%	Hearing	64,50%	Hearing	105%		
Enterprise	2	Enterprise	95%	Enterprise	57,50%	Enterprise	105%		
Gaming & Consumer	2	Gaming & Consumer	95%	Gaming & Consumer	34,00%	Gaming & Consumer	105%		
Salgs- og distributionsomkostninger									
Vækstantagelse		1 Negativ		2 Neutral		3 Positiv			
Hearing	2	Hearing	95%	Hearing	37,00%	Hearing	105%		
Enterprise	2	Enterprise	95%	Enterprise	36,00%	Enterprise	105%		
Gaming & Consumer	2	Gaming & Consumer	95%	Gaming & Consumer	10,00%	Gaming & Consumer	105%		
WACC & TGR									
Vækstantagelse		1 Negativ		2 Neutral		3 Positiv		Inkrement	
WACC	2	WACC	7,72%	WACC	7,22%	WACC	6,72%	0,50%	
TGR	2	TGR	1,75%	TGR	2,25%	TGR	2,75%	0,50%	

Omsætning	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Hearing	4.725	5.332	6.227	6.802	7.104	7.601	8.164	8.801	9.522	10.341	11.272
% vækst		13%	17%	9%	4%	7%	7%	8%	8%	9%	9%
Negativ						6%	6%	7%	7%	7%	8%
Neutral						7,00%	7,40%	7,80%	8,20%	8,60%	9,00%
Positiv						8%	9%	9%	9%	10%	10%
Enterprise	8.724	10.443	8.675	7.463	7.205	7.349	7.584	7.918	8.361	8.930	9.644
% vækst		20%	19%	-14%	-3%	2%	3%	4%	6%	7%	8%
Negativ						2%	3%	4%	5%	6%	7%
Neutral						2%	3,20%	4,40%	5,60%	6,80%	8%
Positiv						2%	4%	5%	6%	8%	9%
Gaming & Consumer	0	0	3.784	3.855	3.676	4.007	4.351	4.708	5.075	5.451	5.833
% vækst					2%	9%	9%	8%	8%	7%	7%
Negativ						8%	7%	7%	7%	6%	6%
Neutral						9%	8,60%	8,20%	7,80%	7,40%	7%
Positiv						10%	10%	9%	9%	9%	8%
Total	13.449	15.775	18.686	18.120	17.985	18.957	20.099	21.427	22.959	24.722	26.749
% vækst		17%	18%	-3%	-1%	5%	6%	7%	7%	8%	8%
Direkte omkostninger	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Hearing	3.592	3.481	4.547	4.928	4.640	4.941	5.274	5.650	6.075	6.556	7.101
Produktionsomkostninger	1.820	1.932	2.320	2.726	2.646	2.812	2.996	3.203	3.438	3.702	4.001
% bruttomargin	65,87%	63,77%	62,74%	59,92%	62,75%	63%	63%	64%	64%	64%	65%
Negativ						59,85%	60,14%	60,42%	60,71%	60,99%	61,28%
Neutral						63,00%	63,30%	63,60%	63,90%	64,20%	64,50%
Positiv						66,15%	66,47%	66,78%	67,10%	67,41%	67,73%
Salgs- og distributionsomkostninger	1.772	1.549	2.227	2.202	1.994	2.128	2.278	2.447	2.638	2.854	3.100
% divisionsmargin	23,98%	34,71%	26,98%	27,55%	34,68%	35%	35%	36%	36%	37%	37%
Negativ					1.994	33,25%	33,63%	34,01%	34,39%	34,77%	35,15%
Neutral						35,00%	35,40%	35,80%	36,20%	36,60%	37,00%
Positiv						36,75%	37,17%	37,59%	38,01%	38,43%	38,85%

Direkte omkostninger - fortsat	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Enterprise	5.908	7.096	5.726	5.021	4.661	4.703	4.854	5.068	5.351	5.715	6.172
Produktionsomkostninger	4.331	5.161	4.282	3.562	3.195	3.234	3.314	3.436	3.604	3.822	4.099
% bruttomargin	50%	51%	51%	52%	55,66%	56%	56%	57%	57%	57%	58%
Negativ						53,20%	53,49%	53,77%	54,06%	54,34%	54,63%
Neutral						56,00%	56,30%	56,60%	56,90%	57,20%	57,50%
Positiv						58,80%	59,12%	59,43%	59,75%	60,06%	60,38%
Salgs- og distributionsomkostninger	1.577	1.935	1.444	1.459	1.466	1.470	1.540	1.631	1.748	1.893	2.074
% divisionsmargin	32%	32%	34%	33%	35%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Negativ						34,20%	34,20%	34,20%	34,20%	34,20%	34,20%
Neutral						36,00%	36,00%	36,00%	36,00%	36,00%	36,00%
Positiv						37,80%	37,80%	37,80%	37,80%	37,80%	37,80%
Gaming & Consumer	0	0	3.844	3.623	3.477	3.736	4.029	4.329	4.634	4.941	5.249
Produktionsomkostninger	0	0	2.952	2.887	2.580	2.765	2.976	3.192	3.411	3.630	3.850
% bruttomargin			22%	25%	29,82%	31,00%	32%	32%	33%	33%	34%
Negativ						29,45%	30,02%	30,59%	31,16%	31,73%	32,30%
Neutral						31,00%	31,60%	32,20%	32,80%	33,40%	34,00%
Positiv						32,55%	33,18%	33,81%	34,44%	35,07%	35,70%
Salgs- og distributionsomkostninger	0	0	892	736	897	972	1.053	1.137	1.223	1.311	1.400
% divisionsmargin			-2%	6%	5%	7%	7%	8%	9%	9%	10%
Negativ						6,41%	7,03%	7,65%	8,27%	8,88%	9,50%
Neutral						6,75%	7,40%	8,05%	8,70%	9,35%	10,00%
Positiv						7,09%	7,77%	8,45%	9,14%	9,82%	10,50%
Total	9.500	10.577	14.117	13.572	12.778	13.381	14.157	15.047	16.060	17.213	18.523
% forøgelse		11%	33%	-4%	-6%	5%	6%	6%	7%	7%	8%
Resultatopgørelse	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	13.449	15.775	18.686	18.120	17.985	18.957	20.099	21.427	22.959	24.722	26.749
% vækst		17%	18%	-3%	-1%	5%	6%	7%	7%	8%	8%
Direkte omkostninger	9.500	10.577	14.117	13.572	12.778	13.381	14.157	15.047	16.060	17.213	18.523
% forøgelse		11%	33%	-4%	-6%	5%	6%	6%	7%	7%	8%
Udviklingsomkostninger	1.149	1.389	1.405	1.546	1.491	1.517	1.407	1.500	1.607	1.731	1.872
% af salg	8,54%	8,81%	7,52%	8,53%	8,29%	8%	7%	7%	7%	7%	7%
Administrationsomkostninger	1.037	1.205	1.587	1.810	1.543	1.517	1.407	1.500	1.607	1.731	1.872
% af salg	7,71%	7,64%	8,49%	9,99%	8,58%	8%	7%	7%	7%	7%	7%
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	-103	-15	17	-8	20	0	0	0	0	0	0
EBITA	1.866	2.619	1.560	1.200	2.153	2.543	3.128	3.380	3.684	4.048	4.481
% margin	14%	17%	8%	7%	12%	13,42%	15,56%	15,78%	16,05%	16,37%	16,75%
Af- og nedskrivning af overtagne immaterielle aktiver	235	226	440	392	365	379	402	429	459	494	535
% af salg	1,75%	1,43%	2,35%	2,16%	2,03%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Gevinst (tab) ved frasalg af aktiviteter mv.	4	-4	9	-61	-72	0	0	0	0	0	0
EBIT	1.627	2.397	1.111	869	1.860	2.164	2.726	2.952	3.225	3.554	3.946
% margin	12%	15%	6%	5%	10%	11,4%	13,6%	13,6%	14,0%	14,4%	14,8%
Skatter	343	481	155	77	302	390	545	649	710	782	868
% af EBIT	21%	20%	14%	9%	16%	18%	20%	22%	22%	22%	22%
FCF	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
D&A	1.167	1.192	1.534	1.729	1.379	1.579	1.674	1.785	1.913	2.059	2.228
% af salg	9%	8%	8%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
CapEx	1.487	1.764	9.175	1.141	1.544	1.942	2.059	2.195	2.352	2.533	2.740
% af salg	11%	17%	65%	8%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Ændring i NWC	368	-710	-1.293	438	176	433	459	489	524	564	611
% af salg	3%	-5%	-10%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
DCF	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	13.449	15.775	18.686	18.120	17.985	18.957	20.099	21.427	22.959	24.722	26.749
% vækst		17%	18%	-3%	-1%	5%	6%	7%	7%	8%	8%
EBIT	1.627	2.397	1.111	869	1.860	2.164	2.726	2.952	3.225	3.554	3.946
% margin	12%	15%	6%	5%	10%	11%	14%	14%	14%	14%	15%
Skatter	343	481	155	77	302	390	545	649	710	782	868
% af EBIT	21%	20%	14%	9%	16%	18%	20%	22%	22%	22%	22%
NOPAT	1.284	1.916	956	792	1.558	1.775	2.181	2.302	2.516	2.772	3.078

DCF fortsat	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
D&A	1.167	1.192	1.534	1.729	1.379	1.579	1.674	1.785	1.913	2.059	2.228
% of sales	9%	8%	8%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
CapEx	1.487	1.764	9.175	1.141	1.544	1.942	2.059	2.195	2.352	2.533	2.740
% of sales	11%	17%	65%	8%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Change in NWC	368	-710	-1.293	438	176	433	459	489	524	564	611
% of sales	3%	-5%	-10%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
FCF	596	2.054	-5.392	942	1.217	979	1.337	1.403	1.552	1.734	1.955
Nutidsværdi af FCF						372	1.221	1.195	1.233	1.285	1.351
Restperiode						0,80					
Diskonteringsperioden						0,40	1,30	2,30	3,30	4,30	5,30
NPV af cash flow 2025-2029											5.306
Terminalværdi											39.364
NPV af terminalværdi											27.204
NPV i alt (Enterprise Value)											32.510
+Likvider											980
-gæld											11.487
Værdi af EK											22.003
Aktier											145,61
Aktiekurs											151,11

Følsomhedsanalyse

		Vækstrate				
		3,25%	2,75%	2,25%	1,75%	1,25%
WACC	6,04%	317,55	264,08	224,71	194,50	170,60
	6,54%	256,25	217,85	188,39	165,07	146,17
	7,04%	211,18	182,44	159,70	141,26	126,00
	7,54%	176,67	154,48	136,49	121,60	109,08
	8,04%	149,41	131,85	117,32	105,10	94,68

		Gældsrente				
		5,80%	6,30%	6,80%	7,30%	7,80%
Beta	0,92	5,98%	6,16%	6,34%	6,51%	6,69%
	1,07	6,33%	6,51%	6,69%	6,87%	7,05%
	1,22	6,69%	6,87%	7,04%	7,22%	7,40%
	1,37	7,04%	7,22%	7,40%	7,57%	7,75%
	1,52	7,39%	7,57%	7,75%	7,93%	8,11%