



## WAT DE ANALISTEN ZEGGEN

**Bear: Hans Slob  
(Rabobank) – advies:**

### AFBOUWEN, KOERSDOEL 55 EURO

Rabobank verlaagt naar aanleiding van de halfjaarcijfers het advies voor Gemalto van houden naar afbouwen. Daarbij gaat het koersdoel omlaag van 75 euro naar 55 euro. Analist Hans Slob is terughoudend over Gemalto. Dankzij het wegvallen van Softcard komt de operationele winst volgens zijn schattingen voor 2015 uit op slechts 460 miljoen euro. Verder is hij bang voor nieuwe technologieën die bedrijven als Apple ontwikkelen, een angst die het management van Gemalto overigens niet deelt. Dat bestuur ziet juist kansen in de acceptatie van nieuwe technologieën. Verder wijst Rabobank op de lage kasstroom. Belangrijker, de bank stelt dat de doelstelling van 660 miljoen euro operationele winst te optimistisch is. Rabobank denkt niet dat Gemalto de operationele winst met 100 miljoen euro oftewel 20 procent per jaar kan laten groeien in de komende twee jaar. Rabobank rekent op 500 miljoen euro operationele winst over 2017, dat is 24 procent onder de doelstelling van Gemalto. Om deze reden adviseert Rabobank beleggers het aandeel af te bouwen met daarbij een koersdoel van 55 euro.

**Bull: Chetan Udeshi  
(JP Morgan) – advies:**

### OVERWOGEN, KOERSDOEL 95 EURO

Zakenbank JP Morgan is optimistisch in haar laatste rapport over Gemalto, opgesteld door Chetan Udeshi. Hij geeft aan dat de groei in het eerste halfjaar sterker was dan verwacht, als tenminste wordt gecorrigeerd voor het wegvallen van Softcard. De operationele winstverwachting is door JP Morgan aangepast naar ongeveer 450 miljoen euro voor 2015. Daarbij onderschrijft de Amerikaanse bank dat de doelstelling moeilijker is te halen door de lagere operationele winst dit jaar. JP Morgan voorziet 7 à 8 procent organische omzetgroei over de komende twee jaar, gecombineerd met een hogere operationele hefboom dan nu door analisten gemiddeld wordt verwacht. Dit moet ervoor zorgen dat Gemalto maar nipt onder de eigen doelstelling uitkomt. JP Morgan schat dat de operationele winst in 2017 is aangegroeid tot 634 miljoen euro. De bank verwacht dat wanneer de operationele winst dichterbij de doelstelling van 2017 komt het aandeel op een hogere koerswinstverhouding [circa 18 à 19] gaat noteren. Dit is de gemiddelde koers-winstverhouding over de afgelopen jaren en levert gegeven de door JP Morgan verwachte winst per aandeel van 5,26 euro een koersdoel op van 95 euro.

winst verlaagd na het halfjaarbericht. Dit zorgt voor neerwaartse aanpassingen in waarderingsmodellen. Het is nu de vraag of de afgegeven doelstelling van 660 miljoen euro operationele winst in 2017 haalbaar is, hoewel Gemalto dit nog wel gelooft. Het bedrijf wijst hierbij specifiek op de historische verhouding tussen de operationele winst en omzet.

#### GROEI

Gemalto voorziet dat dankzij organische omzetgroei bij verschillende divisies (Payment, Government en Machine-to-Machine) en de operationele hefboom de doelstellingen alsnog gewoon worden gehaald. Hiervoor zal het bedrijf volgens eigen zeggen 8 à 10 procent per jaar moeten groeien, waarbij de operationele winst met iets meer dan 20 procent groeit. De operationele hefboom is dan nog iets hoger dan de historische verhouding 2:1.

## BAL LIGT UITEINDELIJK BIJ GEMALTO

De tijd zal leren wie van deze twee analisten de spijker op zijn kop slaat. Het is aan Gemalto om haar doelstelling voor 2017 waar te maken. Cruciaal daarbij

is de operationele winst. De lat is inmiddels flink verlaagd: de gemiddelde verwachting voor 2017 is gezakt naar 570 miljoen euro, terwijl de doelstelling van

het bedrijf zelf nog op 660 miljoen ligt. Maakt Gemalto dat waar, dan krijgen de optimisten van JP Morgan gelijk. Gebeurt dit niet, dan zit Rabobank goed.