

Aktienyt Royal Unibrew



Sælg Uændret

Aktuel kurs:

1004,00 DKK

Begivenhed:

3. kvartalsregnskab

Seneste analyse:

21/11/14 – Godt sommervejr
skærmer mod svagt forbruger-
gerklime

Kalender:

10/03/15 – Årsregnskab 2014
28/04/15 - Generalforsamling
28/04/15 – 1. kvartalsregnskab
17/08/15 – 2. kvartalsregnskab
25/11/15 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

Godt sommervejr afløses af mørke skyer i 2015

Vi fastholder Salgs-anbefalingen på Royal Unibrew. En veloverstået højsæson betyder, at Royal Unibrew efter vores vurdering har kurs mod den øvre ende af selskabets indtjeningsprognose for 2014. Til gengæld ligner 2015 endnu et år med udfordrende markedsvilkår, og den nuværende værdiansættelse af Royal Unibrew aktien ser efter vores vurdering ikke specielt attraktiv ud.

Godt sommervejr sikrer solid indtjening i 3. kvartal

Omsætningen på 1.713 mio. kr. i 3. kvartal er stort set på linje med vores estimat (+2,2% ift. markedsforsventningerne). Resultatet af primær drift (EBIT) lander på 351 mio. kr., hvilket er 10,7% bedre end vores estimat (+10,9% ift. markedsestimatet). Indtjeningsfremgangen er primært drevet af godt sommervejr, hurtigere implementering af effektiviseringer i Finland og forskydninger i marketingomkostninger mellem 3. kvartal og 4. kvartal i år i forhold til fordelingen i 2013. På trods af flere omkostninger til marketing og vedligeholdelsesopgaver i 4. kvartal 2014 i forhold til niveauet sidste år ser vi rigtig god mulighed for, at Royal Unibrew lander i den øvre ende af både salgs- og indtjeningsprognosen for 2014.

Udviklingen i Vesteuropa kan ikke helt matche vores forventninger

Omsætningen i Vesteuropa er 1,6% lavere, end vi havde ventet. Indtjeningen på 176,7 mio. kr. i 3. kvartal er 7,7% svagere, end vi havde estimeret. Godt sommervejr kombineret med forskydninger i salget mod markeder og distributionskanaler med højere salgspriser er med til at løfte indtjeningsniveauet i forhold til samme kvartal sidste år. Overskudsgraden på 23,4% kan dog ikke helt matche vores estimat på 25% i 3. kvartal 2014. Royal Unibrew bliver ramt af de udfordrende markedsvilkår i Italien. Et meget svagt forbrugerklime krydret med ekstraordinært dårligt sommervejr sender Royal Unibrews italienske omsætning ned med 8% i 3. kvartal 2014 i forhold til samme periode sidste år. Vi forventer ikke, at det bliver meget nemmere at drive forretning i Italien i 2015. Vi har generelt svært ved at få øje på, hvordan Royal Unibrew skal løfte sine resultater i den vesteuropæiske region yderligere næste år. Vi estimerer en mindre tilbagegang i overskudsgraden i Vesteuropa i 2015.

Solskin på hårdt prøvede finske forbrugere i 3. kvartal

Omsætningen i Nordøsteuropa i 3. kvartal 2014 er 2,6% bedre, end vi havde estimeret. Indtjeningsevnen er til gengæld markant bedre, end vi havde forventet. Resultatet af primær drift er derfor hele 34,3% bedre end vores estimat. Den finske forretning har været begünstiget af ekstraordinært godt sommervejr i 3. kvartal, hvilket har opvejet et generelt svagt forbrugerklime i Finland. Vi bemærker, at Finland gennemfører yderligere stramninger af mulighederne for at reklamere for alkoholiske produkter pr. 1. januar 2015. Yderligere ser finsk økonomi ud til at fortsætte i et meget lavt tempo i 2015. Effektivitetsforbedringer i Finland skærmer dog mod udsigten til en relativt svag salgsudvikling i Finland i 2015.

Mangel på kortsigtede kurstriggere i Royal Unibrew aktien

Vi ser kun et meget begrænset afkastpotentiale fra det nuværende kursniveau. 2015 bliver et udfordrende år. Efter vores vurdering er der udsigt til svære markedsvilkår i Finland og Italien kombineret med usikkerhed om de baltiske markeder på grund af Ukraine-krisen. På den baggrund har vi svært ved at se, hvordan Royal Unibrew skal overgå de allerede relativt høje forventninger som markedet har til selskabets salgs- og indtjeningsevne i 2015. Vi har meget svært ved at se, hvad der skal drive aktiekursen op fra det nuværende kursniveau.

Royal Unibrew, Nr. 07 / 2014
Morten Imsgard
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
27-11-2014, kl.: 14:09

sydbank.dk
Aktieanalysen
1/3

Sydbank

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	3K 2013	3K 2014	2013	2014E	2015E
Omsætning	1.263	1.713	4.481	6.070	6.185
EBIT (primær drift)	224	351	560	836	878
Ordinært resultat før skat	223	352	548	799	837
Nettoresultat	173	273	480	615	645
Egenkapital forrentning (%)	-	-	27,6%	27,0%	25,3%
Soliditet (%)	-	-	30,8%	31,6%	33,7%
EPS - udvandet	16,61	24,71	45,77	55,70	58,38
P/E	-	-	16,1	18,0	17,2
EV/EBITDA	-	-	13,6	11,4	11,0
Indre værdi	-	-	203,6	218,8	243,2
Yield	-	-	0,0%	3,0%	3,4%

Markedsværdi :	11,1 mia. DKK.	Likviditet :	Middel
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	1024299
Seneste udbytte :	0.0 kr. pr. aktie	Reuterkode :	RBREW.CO



Forretningsområde

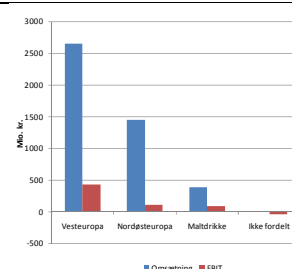
Royal Unibrew markedsfører, sælger, distribuerer og producerer kvalitetsdrikkevarer med fokus på mærkevarer primært inden for øl, malt- og læskedrikke. Selskabets produkter afsættes på ca. 65 markeder. De primære markeder er Danmark, Finland og de baltiske lande. Derudover har Royal Unibrew en væsentlig eksportafsætning primært til Tyskland og Italien. I Italien er selskabet markedsledende indenfor stærkøl-segmentet med deres Ceres Strong Ale brand. Endelig er koncernen en central aktør på de internationale maldrikmarkeder med flere førende maldrik brands.

Risici

Politikernes valg af afgifts- samt emballagepolitik er med til at øge usikkerheden omkring salget af øl og læskedrikke. Tilstedeværelsen på flere forskellige markeder reducerer dog denne risiko for koncernen. Vejret har indflydelse på afsætningen af koncernens produkter. Dårligt vejr, specielt i sommerens højsæsonmåneder, kan have negativ effekt på årets salg.

Middel

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Lav
Rentedækning: 11,36

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2013

Vesteuropa: 59,1% Nordøsteuropa: 32,4% Øvrige: 8,5%

Simpel DCF-model til illustration af kursfølsomhed

	Lavvækstscenario	Aktuel kurs	Højvækstscenario	Forudsætninger og kommentarer:
Fair værdi	865,0	1004,0	1157,1	Simpel DCF-model. IKKE kursmål
Omsætningsvækst i forecastperiode	1%	2%	3%	10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimer
Overskudsgrad i forecastperiode	17,9%	18,9%	19,9%	Overskudsgrad år 1-10.
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	7,5%	7,5%	7,5%	Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Kurspotentiale	-13,8%	-	15,2%	Afgivelser ift. aktuel anbefaling kan forekomme

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,0

Selskabets forventninger

Leverandører

4

Stor forhandlingskraft overfor leverandører af overvejende standardiserede og landbrugsrelaterede råvarer. Valget af råvarer og fremstillingsprocesser er afgørende for øl-kvaliteten.

Substitut

3

Andre alkoholiske- og non-alkoholiske drikke er substitutter. Skift i forbrugsmønstre, beskatning, emballage, vejrforhold og distribution m.m. har indflydelse på ølsalget.

Indgangsbarrierer

3

Relativt høje barrierer på de etablerede markeder trods en forholdsvis fragmenteret struktur på flere af disse, mens barriererne på emerging markets er lavere grundet et beskedent ølsalg.

Kunder

3

Detailsegmentet er præget af storkunder, der har stor forhandlingsmagt. Inden for restaurationsbranchen spilles bryggerierne i mindre omfang også ud mod hinanden.

Intensitet

2

Hård priskonkurrence på flere markeder. I et modent ølmarked er fokus primært på at vinde markedsandele fra konkurrenterne via markedsføring og priskonkurrence.

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

Royal Unibrew forventer, at nettoomsætningen ligger i intervallet 5.950-6.100 mio. kr.

Resultat af primær drift (EBIT) forventes at ligge i intervallet 790-840 mio. kr. i 2014 inklusive engangsomkostninger på ca. 50 mio. kr. relateret til restrukturerings i Finland.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2014E	57,46	55,70	-3,1%
2015E	59,94	58,38	-2,6%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	2,6%	-3,0%	4,5%

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturfremtidsbilleder. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 26 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	50,0%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	19,2%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	30,8%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

	K ø b	H o l d	S æ l g
C y k l i s k e a k t i e r	A . P . M ø l l e r M æ r s k D / S N O R D E N D a n s k e B a n k N K T H o l d i n g P a n d o r a R o c k w o o l V e s t a s	N o r d e a	B a n g & O l u f s e n D S V F L S m i d t h S A S
D e f e n s i v e a k t i e r	A L K - A b e l l ó C a r l s b e r g G N S t o r e N o r d I S S N o v o N o r d i s k T r y g	C h r . H a n s e n C o l o p l a s t N o v o z y m e s	H . L u n d b e c k R o y a l U n i b r e w T D C T o p d a n m a r k W i l l i a m D e m a n t

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.

Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.