

Aktiecommentar

Carlsberg



Køb

Uændret

Aktuel kurs:

459,10 DKK

Begivenhed:

Devaluering af russiske rubler

Baggrund:

Konklusion:

Carlsberg fanget midt i russisk nedsmeltning

Vi fastholder Købs-anbefalingen på Carlsberg. De seneste dagens kraftige devaluering af den russiske rubel og udsigt til en meget svag økonomisk udvikling i Rusland i 2015 sætter Carlsbergs russiske indtjening under pres. Værdiansættelsen af aktien afspejler dog frygt for et decideret kollaps i russisk økonomi.

Carlsberg er kraftigt eksponeret mod Rusland, som står for omkring 25% af selskabets samlede indtjening.

Devalueringen af russiske rubler vil få en markant negativ betydning for Carlsbergs indtjening. Hvis niveauet fastholdes omkring 85 rubler pr. euro resten af året og igennem 2015 vil det betyde, at vi skal nedjustere vores estimat for Carlsbergs samlede driftsindtjening med ca. 250 mio. kr. i 2014 og ca. 900 mio. kr. i 2015. Dermed bliver det også klart, at Carlsberg på trods af betydelig indtjeningsmæssig fremgang i både Asien og Vesteuropa ikke bliver i stand til, at fremvise en fremgang i den samlede indtjening i 2015. Det er dog vores klare vurdering, at den nuværende aktiekurs mere end tager højde for de umiddelbare udfordringer, som vil ramme Carlsbergs russiske forretning i 2015.

Investorerne bør efter vores vurdering derfor i stigende grad se på indtjeningsfremgangen i Asien og Vesteuropa. Det alene vil være katalysator for at løfte aktiekursen fra det nuværende niveau. Ifølge vores beregninger ud fra en multiple (EV/EBITDA) værdiansættelse af Carlsberg kan selskabets vesteuropæiske og asiatiske forretning alene forsvare en børsværdi omkring 70 mia. kr., hvilket er på linje med den nuværende værdiansættelse af Carlsberg-aktien. Det understreger ifølge vores vurdering, at værdien af Carlsbergs østeuropæiske forretningsaktiviteter stort set ikke er afspejlet i det nuværende kursniveau for Carlsberg-aktien.

Tabel 1 – Multiple værdiansættelse af Carlsbergs forretning i Asien og Vesteuropa

(mio. kr.)	EBITDA 2015E	Multiple	Værdi
Vesteuropa	7.851	9	66.737
Asien	3.375	14	47.248
Ufordelt	-836	11	-9.405
Samlet			104.580
Gæld			-34.308
Egenkapital			70.272

Det er dog nødvendigt, at understrege at en investering i Carlsberg på nuværende tidspunkt er behæftet med ekstraordinær høj usikkerhed, da situationen omkring russisk økonomi udvikler sig fra time til time i øjeblikket. Vi har oplistet nogle af de faktorer som kan sætte Carlsberg-aktien under yderligere pres.

1. Rusland indfører kapitalkontrol.
2. Russisk økonomi kolliderer og landet går statsbankerot på længere sigt.
3. Rusland begynder at nationalisere vestlige selskaber i landet.

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. Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

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 konjunkturforventninger. 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 27 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorizont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheden i kategorien	12 måneder	48,1%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	22,2%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	29,6%

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.

Anbefalingsoversigt:

	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 S A S	B a n g & O l u f s e n D S V F L S m i d t h
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 G e n m a b 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.