

# Aktiecommentar

## A. P. Møller - Mærsk



**Køb**  
**Uændret**

Aktuel kurs:  
**13.330,00 DKK**

Begivenhed:

**Konkurrentregnska-**  
**ber**

Baggrund:

Konklusion:

## Mærsk Lines japanske konkurrenter melder om fortsat svære vilkår

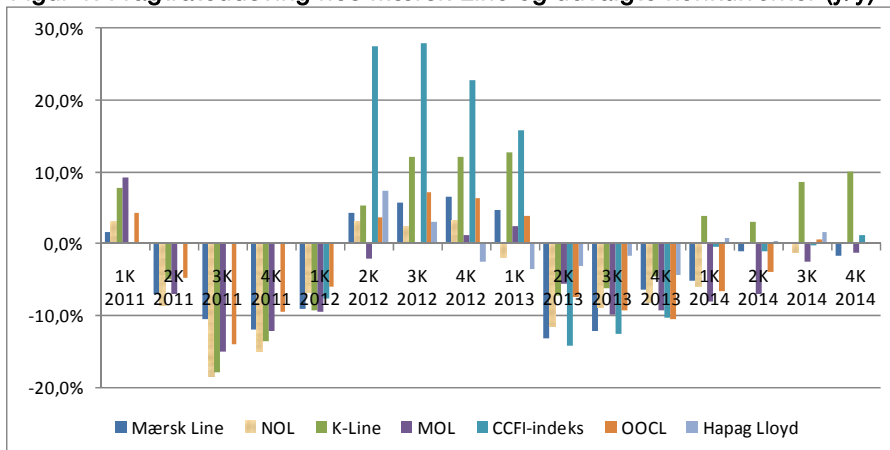
Vi fastholder Købsanbefalingen på A. P. Møller – Mærsk efter blandede regnskaberne fra tre japanske Mærsk Line-konkurrenter. Rateudviklingen er stadig svag, effekten fra lavere bunkerpriser endnu begrænset og i tillæg øger ventetid i amerikanske havne omkostningerne.

De tre japanske rederier MOL, NYK og K-Line har offentliggjort 3. kvartalsregnskaber for deres forskudte regnskabsår 2014/15. De tre rederier er alle repræsenteret i containermarkedet, og deres meldinger kan give en strømpil for, hvad vi kan forvente os af rateudviklingen hos Mærsk Line og markedsudviklingen generelt.

Regnskaberne viser en meget blandet udvikling. K-Line øger indtjeningen og opjusterer faktisk forventningerne til containerforretningen som følge af bedre rater fra Japan til Nordamerika og bedre omkostningsstyring. MOL nedjusterer på grund af en svagere end ventet rateudvikling og omkostninger i forbindelse med ventetid i havne på den amerikanske vestkyst. MOL peger på svagere rater fra Europa til Asien og sværere vilkår på Nord/Syd-sejlladserne, og selskabets underskud i det overståede kvartal er steget. NYK har tjent marginalt mindre i det overståede kvartal (Y/Y) og sænker forventningerne til årets indtjening i containeraktiviteterne.

Historisk har der været en vis sammenhæng i ratetrenden mellem selskaberne, men med mærkbare forskelle afhængig af geografisk eksponering og andel af kontraktsejlsads.

**Figur 1. Fragtrateudsving hos Mærsk Line og udvalgte konkurrenter (y/y)**



Kilde: Selskaberne, Shanghai Shipping Exchange og Sydbank.

Note: Mærsk Line 4K 2014 er Sydbank-estimat.

Rateudviklingen i forhold til 4. kvartal 2013 er uensartet med en markant stigning hos K-Line og et lille fald hos MOL. Selskaberne melder stadig om fortsat svære vilkår. Overkapacitet og tilgang af nye, store skibe dæmper generelt deres forventninger til indtjeningen i den nære fremtid på trods af at de er hjulpet af den seneste tids fald i den japanske yen og faldende brændstofpriser.

En opsummering af rateudviklingen i det netop overståede kvartal for de rederier, der indtil nu har offentliggjort detaljer om rateudviklingen ser således ud:

**Figur 2. Fragtrateudvikling i kalenderårets 4. kvartal 2014**

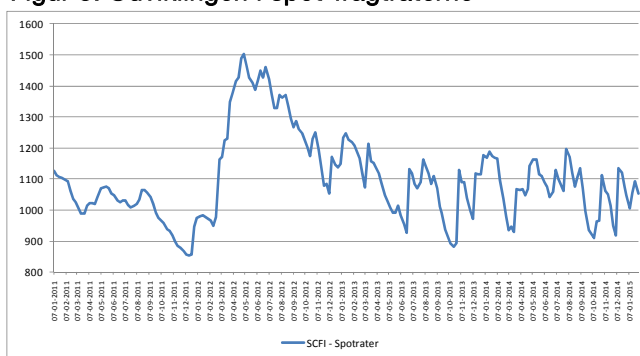
|     | Mærsk Line* | OOCL | K-Line | MOL   | CCFI-Indeks |
|-----|-------------|------|--------|-------|-------------|
| Y/Y | -1,7%       | -    | 9,9%   | -1,3% | 1,3%        |
| Q/Q | -1,6%       | -    | -3,1%  | -2,5% | -6,0%       |

\*Sydbank-estimat. Note: y/y beskriver udviklingen 4. kvartal 2014 i forhold til 4. kvartal 2013, q/q beskriver 4. kvartal 2014 i forhold til 3. kvartal 2014. Kilde: Selskaberne, Shanghai Shipping Exchange og Sydbank

Ud fra de tilgængelige data for fragtrateudvikling forventer vi lidt lavere fragtrater hos Mærsk Line i 4. kvartal 2014 – en udvikling der givet vil accelerere i 2015, når raterne på de længere-løbende kontrakter bliver reguleret for de faldende brændstofpriser. Vi forventer, at Mærsk Line har fragtet ca. 4% flere containere i kvartalet – og det er tæt på markedsvæksten. Konkurrenternes meldinger tyder på, at investorerne skal passe på med at overvurdere brændstofprisfaldenes positive effekt i 4. kvartal 2014. Vi vurderer desuden, at Mærsk Line formentlig ikke kan gå uden om forstyrrelser/omkostninger og den ventetid, som arbejdsnedlæggelserne i amerikanske havne forårsager. Begge dele lægger en vis dæmper på vores optimistiske forventninger til indtjeningsfremgangen i Mærsk Line i 4. kvartal. Vi estimerer dog stadig en væsentlig indtjeningsfremgang med et overskud i Mærsk Line på 490 mio. USD i 4. kvartal – og et resultat for 2014 på i underkanten af 2,2 mia. USD.

Brændstofpriserne er omtrent halveret i forhold til niveauet i de seneste år, og det kan skære ca. 2 mia. USD af Mærsk Lines omkostninger i 2015. Vi er overbeviste om, at selskabet vil gå langt for at beholde en stor del af gevinsten fra (ca.) den halvdel af kunderne, der ikke har kontrakter med indbygget brændstofregulering af fragtraterne. Men det bliver langt fra let i et meget konkurrencepræget containermarked. Det seneste forsøg på at løfte fragtraterne markant på Asien-Europa er endt med meget begrænset succes, så allerede nu ser det ud til, at vilkårene for at løfte fragtraterne er svære.

**Figur 3. Udviklingen i spot-fragtraterne**



Kilde: Shanghai Shipping Exchange og Sydbank

Det er efter vores vurdering et udtryk for, at kunderne også går målrettet efter at få en anseelig del af gevinsten fra de lave brændstofpriser. Det er meget usikkert, hvordan det tovtværker ender, men vi forventer, at Mærsk Line får held til at beholde mindst 25% af gevinsten fra de lavere brændstofpriser. Det svarer til en indtjeningsmæssig gevinst for Mærsk Line i størrelsesordenen 500 mio. USD i 2015, men gevinsten er meget afhængig af, om de mange tabsgivende konkurrenter også besinder sig i priskonkurrencen i forsøget på at løfte indtjeningen.

En gevinst i størrelsesordenen 500 mio. USD hos Mærsk Line vil dog efter vores beregninger ikke fuldt ud kunne kompensere for den indtjeningsdukkert, der venter i Mærsk Oil i 2015.

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                                            | Tidshorisont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|----------------------------------------------------------|--------------|---------------------------|
| Køb        | Bedre end gennemsnittet af virksomheden i kategorien     | 12 måneder   | 51,9%                     |
| Hold       | På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien  | 12 måneder   | 18,5%                     |
| 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:

|                  | Køb                                                                                                    | Hold                                            | Sælg                                                                |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| Cykliske aktier  | A. P. Møller Mærsk<br>D/S NORDEN<br>Danske Bank<br>NKT Holding<br>Pandora<br>Rockwool<br>SAS<br>Vestas | Nordea                                          | Bang & Olufsen<br>DSV<br>FLSmidth                                   |
| Defensive aktier | ALK-Abelló<br>Carlsberg<br>GN Store Nord<br>ISS<br>Novo Nordisk<br>Tryg                                | Chr. Hansen<br>Coloplast<br>Genmab<br>Novozymes | H. Lundbeck<br>Royal Unibrew<br>TDC<br>Topdanmark<br>William Demant |

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