



# Aktienyt

## Volvo Overvægt Uændret

Aktuel kurs: 79,80 SEK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:  
19/07/12 – Aktieudsyn – Fokus på  
ordresituationen i næste uges  
regnskab

Kalender:  
24/10/12 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:  
Kvartalsvist

## Stærkt kvartal men stigende usikkerhed

Vi fastholder Overvægt-anbefalingen på Volvo. Dagens regnskab viser en stærk salgsudvikling i bygge- og anlægsmaskine divisionen. Volvo nyder godt af eksponeringen mod Nordamerika, der skærmer mod afmatningen i Europa og Sydamerika. Vi noterer os dog, at kunderne er forsigtige og efterspørgselsudviklingen i andet halvår er behæftet stor usikkerhed i både Europa og Nordamerika.

### Overraskende stærk udvikling i 2. kvartal

Omsætningen på 83,9 mia. SEK i 2. kvartal 2012 er 4,1% bedre, end vi havde ventet (+3,5% ift. markedsforventningerne). Resultatet af primær drift lander på 7.335 mio. SEK, hvilket er 9,4% bedre, end vi havde ventet (+10,3% ift. markedsforventningerne). Det er specielt overskudsgraden i divisionen 'Bygge- og anlægsmaskiner', som overrasker positivt i forhold til vores estimat. Volvo sænker sin forventning til det brasilianske lastvognsmarked fra 105.000 stk. til 90.000 stk. i 2012. Inden for bygge- og anlægsmaskiner sænker Volvo vækstprognosen for det europæiske marked fra 10-20% vækst til nu uændret i forhold til 2011.

### Ordreoptaget klart svagere end ventet

Antallet af nye ordrer i lastvognsdivisionen lander på 52.946 stk. i 2. kvartal, hvilket er 7,6% dårligere end markedsforventningerne. Vi hæfter os specielt ved det kraftige fald på 47% i ordreoptaget i Nordamerika. Volvo beretter, at den kraftige tilbagegang i Nordamerika kan tilskrives en kombination af et meget stærkt ordreoptag i årets første kvartal og en klar tendens til, at kunderne er blevet mere forsigtige med at bestille nye lastvogne grundet den usikre økonomiske udvikling. Ordreudviklingen i Nordamerika giver anledning til bekymring. Efter vores vurdering skal der en klar forbedring til i de kommende kvartaler, hvis vækstprognosen for det nordamerikanske lastvognsmarked på 250.000 stk. i år ikke skal nedjusteres. Efter vores vurdering er vækstprognosen for både lastvognsmarkedet i Europa og i Nordamerika behæftet med stor usikkerhed som følge af kundernes tilbageholdenhed.

### Bygge- og anlægsmaskiner agerer vækstmotor for Volvo

Omsætningen på 19,7 mia. SEK er 10,5% bedre, end vi havde ventet (+6,6% ift. markedsforventningerne). Vi hæfter os ved, at divisionen leverer en meget høj overskudsgrad på 13,3%. Omkostningsbesparelser og prisstigninger kombineret med et stigende salg er med til at løfte overskudsgraden i forhold til niveauet på 11,3% i 2. kvartal 2011. Salget i Nordamerika vokser med 89%, og er den primære årsag til divisionens samlede omsætningsvækst. Til gengæld betyder afmatningen i Europa og Kina, at Volvo fremadrettet sænker produktionsniveauet på disse markeder. Vi forventer dog, at investorerne kan se frem til betydelig vækst i de kommende kvartaler drevet primært af Nordamerika.

### Geografisk og produktmæssig diversifikation skærmer mod afmatningen

Eksponeringen mod Nordamerika ligner fortsat en afgørende faktor for at Volvo kan levere omsætningsvækst i 2012. Yderligere giver divisionen for bygge- og anlægsmaskiner Volvo gode vækstmuligheder i år. Vi anser ikke værdiansættelsen af Volvo som anstrengt på de nuværende kursniveauer, og fastholder Overvægt-anbefalingen.

Volvo, Nr. 09 / 2012  
Morten Imsgard  
aktieanalytiker  
tlf. +45 74 37 44 49  
morten.imsgard@sydbank.dk  
24-07-2012, kl.: 15:12

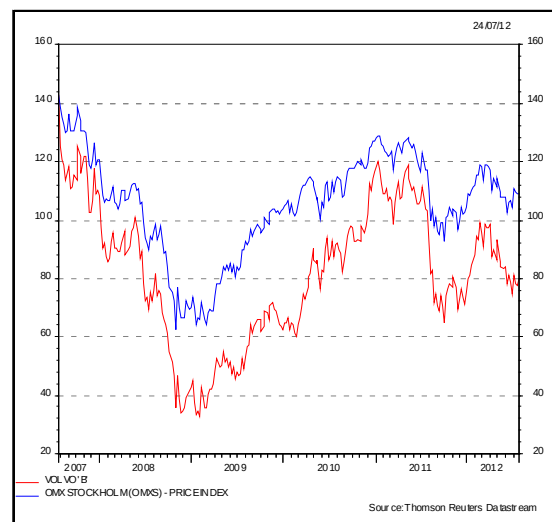
sydbank.dk  
Aktieanalysen

Sydbank

## Resultater og Sydbanks forventninger

| Mio. SEK                    | 2K 2011 | 2K 2012 | 2011    | 2012E   | 2013E   |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Omsætning                   | 78.962  | 83.904  | 310.367 | 323.376 | 344.253 |
| EBIT (primær drift)         | 7.648   | 7.335   | 26.899  | 26.323  | 30.845  |
| Ordinært resultat før skat  | 7.249   | 6.764   | 24.929  | 24.323  | 29.245  |
| Nettoreultat                | 5.117   | 4.862   | 17.751  | 17.281  | 20.779  |
| Egenkapital forrentning (%) | -       | -       | 22,7%   | 19,3%   | 20,4%   |
| Soliditet (%)               | -       | -       | 23,9%   | 26,5%   | 28,8%   |
| EPS - udvandet              | 2,53    | 2,39    | 8,76    | 8,52    | 10,25   |
| P/E                         | -       | -       | 8,6     | 9,4     | 7,8     |
| Indre værdi                 | -       | -       | 42,3    | 47,9    | 54,9    |
| EV/EBITDA                   | -       | -       | 6,5     | 6,5     | 5,6     |
| Yield                       | -       | -       | 3,9%    | 3,8%    | 4,4%    |

|                   |                    |              |          |
|-------------------|--------------------|--------------|----------|
| Markedsværdi :    | 170,0 mia. SEK     | Likviditet : | Høj      |
| Regnskabsår :     | 01.01 - 31.12      | Fondskode :  | 9840038  |
| Seneste udbytte : | 3.0 SEK. pr. aktie | Reuterkode : | VOLVb.ST |



## Forretningsområde

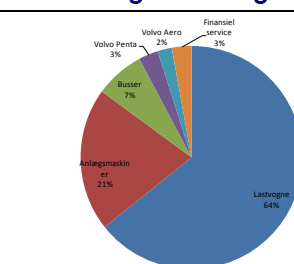
Volvo er stiftet i 1927 og har hovedsæde i Göteborg. Efter frasalget af personbilforretningen til Ford i 1999 er Volvos primære fokus rettet mod lastvognssegmentet, hvor selskabet er verdens næststørste spiller efter Mercedes-Benz. Volvo er desuden blandt de førende i verden inden for anlægsmaskiner, busser samt motorer til industri, luftfart og marine. Endelig leverer Volvo service- og finansielle ydelser relateret til salg og vedligeholdelse i de forskellige divisioner. Volvos primære marked er Europa, men også USA og Asien spiller en væsentlig rolle. Selskabet vil øge eksponeringen i Asien via opkøb og samarbejde med lokale partnere.

## Risici

Den underliggende økonomiske vækst er af afgørende betydning for transportefterspørgslen. Derudover spiller politiske beslutninger omkring nedbringelse af udstødningsforurening en vigtig rolle for udsving i efterspørgslen. Ændringer i stålpriserne og valutakurserne kan påvirke omkostningerne og indtjeningen.

## Høj

## Omsætningsfordeling



USD-følsomhed: Middel  
Rentedækning: 6,3

## Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2011

Europa: 39,0% Nordamerika: 19,0% Asien: 24,0% Sydamerika & øvrige: 18,0%

## 2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

| Kurs                        | 59,85 (-25%) | 79,80 | 99,75 (+25%) | Forudsætninger                       |
|-----------------------------|--------------|-------|--------------|--------------------------------------|
| Højvækst periode (antal år) | 1 år         | 1 år  | 1 år         | Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 7,8% |
| Vækst (% pr. år)            | 5,0%         | 5,0%  | 5,0%         | Høj vækst i 15 år og afkastkrav 7,8% |
| Afkastkrav (%)              | 15,4%        | 13,8% | 12,8%        | Høj vækst i 15 år og 15% p.a. vækst  |

## Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,6

## Selskabets forventninger

### Leverandører

4

Volvo er en stor international spiller inden for alle forretningsområder, og har derfor gode forhandlingsmuligheder. Volvo arbejder mod et tættere samarbejde med færre leverandører.

### Substitut

4

Til landtransport er brugen lastvogne på de fleste områder overlegen i forhold til togtransport, der er hæmmet af en svag infrastruktur.

### Indgangsbarrierer

4

I Europa og USA er de teknologiske indgangsbarrierer høje som følge af skrappe miljøkrav. På markederne i Latinamerika, Mellemøsten og Asien stilles ikke de samme miljøkrav.

### Kunder

3

Større flådeoperatører kan presse priserne, især i perioder med stor produktionskapacitet og lav efterspørgsel. Mindre kunder har ikke samme forhandlingskraft.

### Intensitet

3

Der er intensiv konkurrence på de forskellige markeder. Den økonomiske krise kan intensivere konkurrencesituationen, og priserne på nye køretøjer kan komme under pres.

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

Volvo venter, at lastvognsmarkedet i Europa lander på 230.000 stk. og markedet i Nordamerika på 250.000 stk. i 2012.

Volvo venter, at markederne for bygge- og anlægsmaskiner i 2012 vil vokse med 15-25% i Nordamerika, Sydamerika 0-10%, Europa uændret og Asien ekskl. Kina 0-10%.

### Ændring i indtjening pr. aktie

|       | Før   | Nu    | Ændring |
|-------|-------|-------|---------|
| 2012E | 8,38  | 8,52  | 1,7%    |
| 2013E | 10,13 | 10,25 | 1,2%    |

### Relativ performance (OMXS30)

|  | 1M   | 3M    | 12M    |
|--|------|-------|--------|
|  | 0,6% | -5,4% | -17,8% |

Sydbank

## 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-groupanalyse 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 konjunkturfremtendninger. 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.

### Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

### Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 41 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

#### På selskabsniveau:

| Anbefaling | Kursudvikling          | Tidshorisont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|------------------------|--------------|---------------------------|
| Overvægt   | Bedre end branchen     | 12 måneder   | 43,9%                     |
| Neutral    | På linje med branchen  | 12 måneder   | 36,6%                     |
| Undervægt  | Dårligere end branchen | 12 måneder   | 19,5%                     |

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

#### På brancheniveau:

| Anbefaling | Kursudvikling               | Tidshorisont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|-----------------------------|--------------|---------------------------|
| Overvægt   | Bedre end aktiemarkedet     | 12 måneder   | 30,0%                     |
| Neutral    | På linje med aktiemarkedet  | 12 måneder   | 40,0%                     |
| Undervægt  | Dårligere end aktiemarkedet | 12 måneder   | 30,0%                     |

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

|           | Industri<br>Overvægt                                                                             | Cyklisk forbrug<br>Neutral                        | Stabilit forbrug<br>Neutral        | Sundhed<br>Overvægt         | Finans<br>Overvægt                          | IT<br>Undervægt   | Telekommunikation<br>Undervægt |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------|-------------------|--------------------------------|
| Overvægt  | A. P. Møller Mærsk<br>DSV<br>FLSmidth<br>GN Store Nord<br>Group 4 Securicor<br>Rockwool<br>Volvo | Pandora                                           | Carlsberg<br>Novozymes             | H. Lundbeck<br>Novo Nordisk | Alm. Brand<br>Danske Bank<br>Nordea<br>Tryg | SimCorp           | TDC                            |
| Neutral   | NKT Holding<br>Solar<br>Vestas                                                                   | Bang & Olufsen<br>Hennes & Mauritz<br>IC Companys | Chr. Hansen<br>Royal Unibrew<br>ØK | Alk Abello<br>Coloplast     | SEB<br>Topdanmark                           | Ericsson<br>Nokia |                                |
| Undervægt | Auriga Industries<br>D/S Norden<br>SAS<br>Scania<br>Securitas<br>TORM<br>William Demant          |                                                   |                                    |                             | Sv Handelsbanken                            |                   |                                |

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. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. 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 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.