



# Aktienyt

## ØK Undervægt Nedjusteret

Aktuel kurs: 132,50 DKK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:  
14/08/12 – Aktieudsyn – Vækst i  
flytteforretningen og fokus på  
prisudviklingen i Venezuela

Kalender:  
15/11/12 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:  
Kvartalsvist

## ØK's indtjeningsevne under pres

Vi nedjusterer anbefalingen på ØK til Undervægt (fra Neutral). Halvårsregnskabet afslører, at begge selskabets divisioner er ramt af meget udfordrende markedsvilkår. Vi anser ikke værdiansættelse af ØK-aktien som anstrengt, men vi har svært ved at se positive kurstriggerne i de kommende kvartaler.

### Overraskende nedjustering af indtjeningsprognosen

Omsætningen på 3.527 mio. kr. i første halvår af 2012 er på linje med vores forventninger. Resultatet af primær drift lander på 53 mio. kr. i første halvår, hvilket er markant lavere, end vi havde ventet. ØK justerer prognosen for 2012, og forventer nu en omsætning omkring 8,5 mia. kr. mod tidligere 'omkring 8,1 mia. kr.'. Indtjeningsprognosen nedjusteres til gengæld, og ØK forventer nu en EBITDA-margin på omkring 6,5% mod tidligere 'over 8,5%'.

### Bump på vejen mod en selvstændig børsnotering af Santa Fe

Integrationen af de seneste opkøb forløber planmæssigt, men markedsvilkårene skaber udfordringer for divisionen. Vi noterer os, at der er meget hård priskonkurrence specielt i det australske marked, som er præget af tilbageholdenhed blandt forbrugerne og i erhvervslivet. I Europa er markedet for flytninger også under pres, og divisionen er specielt ramt i Storbritannien, der er et stort og vigtigt marked for Santa Fe. Det nuværende forretningsklima med overkapacitet og hård priskonkurrence skaber ikke det bedste fundament for, at Santa Fe relativt hurtigt kan løfte EBITDA-margin til et niveau omkring 10%, der er målsætningen inden en selvstændig børsnotering af divisionen. ØK forventer ikke en bedring på flyttemarkedet i den resterende del af 2012.

### Stigende omkostninger sænker overskudsgraden i Plumrose

Omsætningen i fødevarerdivisionen Plumrose baseret på de historiske regnskabsprincipper er 1,4% bedre, end vi havde ventet. Indtjeningen på 71 mio. kr. er dog hele 34,3% dårligere, end vi havde ventet. Vi er overraskede over hvor stor effekt de stigende råvare- og lønomkostninger har på divisionens indtjeningsevne. Forhandling af nye overenskomster med medarbejderne har givet en dårlig kapacitetsudnyttelse i produktionen i løbet af 2. kvartal, og ØK forventer at dette også vil være tilfældet i 3. kvartal.

### Valg i Venezuela – mulighed for ny præsident

I oktober 2012 er der præsidentvalg i Venezuela. Det er vores vurdering, at et præsident-skifte i Venezuela vil være en umiddelbar positiv kurstrigger for ØK. Til gengæld giver præsidentvalget også ekstraordinær stor usikkerhed omkring det fremtidige forretningsmiljø i Venezuela. Månederne efter præsidentvalget kan byde på store omvæltninger både i positiv og negativ retning for ØK. ØK ser en mulig devaluering i slutningen af 2012 eller i starten af 2013 drevet af stor og voksende finanspolitisk ubalance i Venezuela.

### Udfordrende markeder og stor kortsigtet usikkerhed

En opsplitning af ØK vil synliggøre langt højere værdier end den nuværende aktiekurs. Dagens regnskab er dog på ingen måde med til at fremskynde opsplitningsprocessen. Stor usikkerhed vil præge de kommende kvartaler pga. præsidentvalget i Venezuela.

ØK, Nr. 06 / 2012  
Morten Imsgard  
aktieanalytiker  
tlf. +45 74 37 44 49  
morten.msgard@sydbank.dk  
17-08-2012, kl.: 11:23

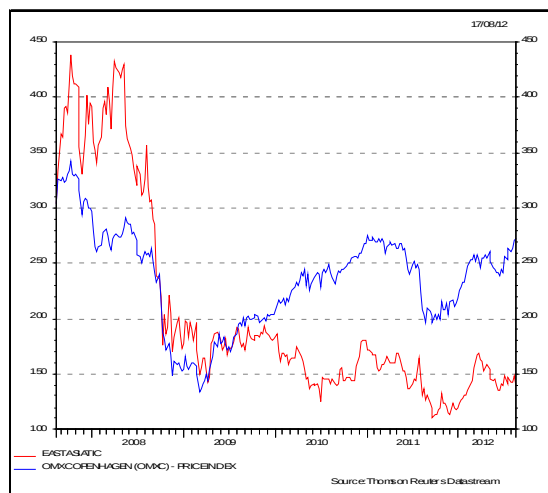
sydbank.dk  
Aktieanalysen

Sydbank

## Resultater og Sydbanks forventninger

| Mio. DKK                    | 1H 2011 | 1H 2012 | 2011  | 2012E | 2013E |
|-----------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Omsætning                   | 2332    | 3527    | 6274  | 8431  | 9452  |
| EBIT (primær drift)         | 117     | 53      | 330   | 345   | 502   |
| Ordinært resultat før skat  | 57      | 25      | 339   | 311   | 438   |
| Nettoresultat               | -28     | -39     | 162   | 149   | 153   |
| Egenkapital forrentning (%) | -       | -       | 20,7% | 14,3% | 17,4% |
| Soliditet (%)               | -       | -       | 26,1% | 31,8% | 33,5% |
| EPS - udvandet              | -2,30   | -3,16   | 13,30 | 12,10 | 12,53 |
| P/E                         | -       | -       | 8,9   | 11,0  | 10,6  |
| EV/EBITDA                   | -       | -       | 5,4   | 6,9   | 5,1   |
| Indre værdi                 | -       | -       | 220   | 195   | 237   |
| Yield                       | -       | -       | 4,2%  | 4,5%  | 4,5%  |

|                   |                   |              |         |
|-------------------|-------------------|--------------|---------|
| Markedsværdi :    | 1,6 mia. kr.      | Likviditet : | Høj     |
| Regnskabsår :     | 01.01-31.12       | Fondskode :  | 1000632 |
| Seneste udbytte : | 5,0 DKK pr. aktie | Reuterkode : | EAC.CO  |



## Forretningsområde

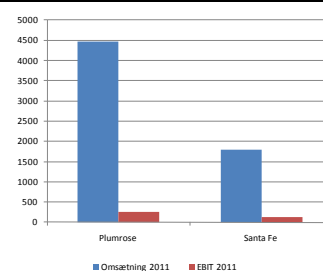
Efter salget af EAC Industrial Ingredients består ØK i dag af to forretningsområder: Fødevareaktiviteterne i **Plumrose** i Venezuela, som er markedsleder inden for forædling og salg af kødprodukter. Divisionen besidder hele værdikæden fra foderproduktion til køletransport af de forædlede produkter. Flyttefirmaet **Santa Fe**, under navnet Santa Fe. Divisionen opererer i Sydøstasien, og opkøbet af australske Wridgways og europæiske Interdean styrker den geografiske platform betydeligt. Divisionen leverer både basale flytteydelse, men også service til virksomheder, der skal have medarbejdere udstationeret i Asien.

## Risici

Valutaomregningseffekten til præsentationsvalutaen DKK er betydelig, og specielt DKK/USD har betydning. Devalueringsrisikoen i venezuelanske Bolivar er også en væsentlig risikofaktor. Fødevaresikkerhed (svinekød m.m.) og en fortsat høj økonomisk vækst i Asien og Venezuela har betydning for ØK's vækstmuligheder.

## Høj

## Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Høj  
Rentedækning: 2,39

## Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2011

Plumrose (fødevarer): 67,0% Santa Fe (flytteforretningen): 33,0%

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

| Kurs                        | 99,38 (-25%) | 132,50 | 165,63 (+25%) | Forudsætninger                        |
|-----------------------------|--------------|--------|---------------|---------------------------------------|
| Højvækst periode (antal år) | 1 år         | 3 år   | 8 år          | Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 10,7% |
| Vækst (% pr. år)            | 8,0 %        | 10,3 % | 12,1 %        | Høj vækst i 15 år og afkastkrav 10,7% |
| Afkastkrav (%)              | 14,5 %       | 13,1 % | 12,1 %        | Høj vækst i 15 år og 15% p.a. vækst   |

## Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,4

## Selskabets forventninger

### Leverandører

4

Egen fodermølle og svinefarme i Venezuela mindsker afhængigheden af underleverandører og øger forsyningssikkerheden og kvaliteten.

### Substitut

3

Inden for alle forretningsområder konkurrerer selskabet med mange udbydere. Inden for fødevarer søges positionen styrket via produkt- og/eller geografisk udvidelse.

### Indgangsbarrierer

4

ØK har en stærk markedsposition på selskabets markeder, der tilmed er kendetegnet af høj vækst. Stigende grad af forædling gør det sværere for lokale producenter at konkurrere.

### Kunder

3

Foods sælger produkter til detailhandlen i Venezuela, mens flytteforretningen har flere store strategisk vigtige kunder.

### Intensitet

3

Der er mange udbydere inden for selskabets forretningsområder, og markederne er kendetegnet af en relativ høj konkurrenceintensitet. Foods har dog en meget stærk position.

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

Koncernen forventer en omsætning omkring 8,5 mia. kr. i 2012. Baseret på en valutakurs på DKK/USD 600,00 i 2012.

Koncernen forventer en EBITDA-margin eksklusive andre skatter på omkring 6,5%.

## Ændring i indtjening pr. aktie

|       | Før   | Nu    | Ændring |
|-------|-------|-------|---------|
| 2012E | 12,40 | 12,10 | -2,4%   |
| 2013E | 12,58 | 12,53 | -0,4%   |

## Relativ performance (OMX)

|  | 1M     | 3M     | 12M    |
|--|--------|--------|--------|
|  | -12,7% | -17,1% | -25,6% |

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 om-sætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og kon-junkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. End-videre 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          | Tidshorizont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|------------------------|--------------|---------------------------|
| Overvægt   | Bedre end branchen     | 12 måneder   | 43,9%                     |
| Neutral    | På linje med branchen  | 12 måneder   | 34,1%                     |
| Undervægt  | Dårligere end branchen | 12 måneder   | 22,0%                     |

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               | Tidshorizont | 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      | Stabilt 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>Rockwool<br>Securitas<br>Volvo        | Bang & Olufsen<br>Pandora       | Carlsberg<br>Novozymes       | H. Lundbeck<br>Novo Nordisk | Alm. Brand<br>Danske Bank<br>Tryg | SimCorp           | TDC                            |
| Neutral   | NKT Holding<br>Solar<br>Vestas                                                                  | Hennes & Mauritz<br>IC Companys | Chr. Hansen<br>Royal Unibrew | Alk Abello<br>Coloplast     | Nordea<br>SEB<br>Topdanmark       | Ericsson<br>Nokia |                                |
| Undervægt | Auriga Industries<br>D/S Norden<br>Group 4 Securicor<br>SAS<br>Scania<br>TORM<br>William Demant |                                 | ØK                           |                             | 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.