



Aktienyt

Chr. Hansen

Hold
Uændret

Aktuel Kurs: 201,90 DKK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:
04/04/13 – Aktieudsyn – Nyt aktietilbagekøbsprogram kan være i vente i næste uges regnskab

Kalender:

03/07/13 – 3. kvartalsregnskab
23/10/13 – Årsregnskab 2012/13
26/11/13 – Generalforsamling

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Overskuddet i farvedivisionen blegner

Vi fastholder Hold-anbefalingen på Chr. Hansen. Dagens regnskab er ved første øjekast skuffende. Det er dog primært farvedivisionen, som er udfordret af svag vækst i øjeblikket. De øvrige divisioners svage resultater er præget af engangsomkostninger i kvartalet. Vi har fortsat svært ved at se de store positive kurstriggere for Chr. Hansen-aktien på den korte bane.

Skuffende indtjening i regnskabsårets andet kvartal

Omsætningen lander på 174,4 mio. EUR i 2. kvartal 2012/13, hvilket er 4,4% lavere end vores estimat (-3,6% ift. markedsforventningerne). En svagere omsætningsvækst i farvedivisionen kan stort set alene forklare afvigelsen fra vores estimater. Resultatet af primær drift på 32,6 mio. EUR er hele 18,5% svagere, end vi havde forventet (-19,6% ift. markedsforventningerne). Resultatet er i kvartalet negativt påvirket af engangsposter relateret til salgsplatformen og til udskiftningen af den administrerende direktør. Driftsmæssigt er indtjeningen i farvedivisionen markant svagere, end vi havde estimeret.

Underliggende indtjeningsvækst 'Cultures & Enzymes'

Omsætningen i 'Cultures & Enzymes' divisionen er 1,3% dårligere, end vi havde ventet. Driftsindtjeningen på 23,3 mio. EUR er 9,4% svagere, end vores forventninger. Vi hæfter os dog ved, at driftsresultatet er negativt påvirket af flere forskellige engangsposter. Hvis overskudsgraden i divisionen korrigeres for nedskrivninger og engangsposter lander den i 2. kvartal 2012/13 over niveauet på 26,3% fra 2. kvartal 2011/12. Dermed er der fortsat en god skalerbarhed i divisionens forretningsmodel, men stordriftsfordelene bliver spist op af engangsposter i det netop overståede kvartal. Vi forventer, at divisionen kan opretholde en organisk vækst lige i underkanten af 10% i de kommende kvartaler, hvor stordriftsfordelene igen vil blive mere tydelige. Vi venter stigende indtjening i divisionen i de resterende to kvartaler af regnskabsåret 2012/13.

Manglende vækst i 'Natural Color' presser indtjeningen

Omsætningen i 'Natural Color' i 2. kvartal 2012/13 er 13,8% lavere, end vi havde ventet (-10,1% ift. markedsforventningerne). Omsætningen er negativt påvirket af et fortsat fald i prisen på råvaren karminrød og svag salgsvækst i den asiatiske region. Freregnet effekten fra karminrød leverer divisionen en organisk omsætningsvækst på 8% i 2. kvartal 2012/13. Vi forventer, at divisionen i de kommende kvartaler kan levere to-cifret organisk omsætningsvækst. Den svagere salgsvækst påvirker indtjeningen negativt, og driftsresultatet er 46,5% svagere, end vi havde forventet (-46,1% ift. markedsforventningerne). Det skal dog bemærkes, at driftsresultatet også er negativt påvirket af engangsposter og prisinitiativer for at forsvare faldende solgte mængder af karminrød.

Aktiekursen afspejler den stærke forretningsmodel

Chr. Hansen skuffer for engangs skyld investorerne. Vi forventer, at de kommende kvartaler igen vil fremvise den imponerende skalerbarhed i forretningen mere tydeligt i form af stigende indtjening. Aktietilbagekøbsprogrammet vi havde flaget for i forbindelse med 2. kvartalsregnskabet udeblev. Vi forventer dog fortsat, at Chr. Hansen vil offentliggøre et aktietilbagekøbsprogram - senest i forbindelse med næste kvartalsregnskab.

Chr. Hansen, Nr. 04 / 2013
Morten Imsgard
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
11.04.2013, kl.: 13:53

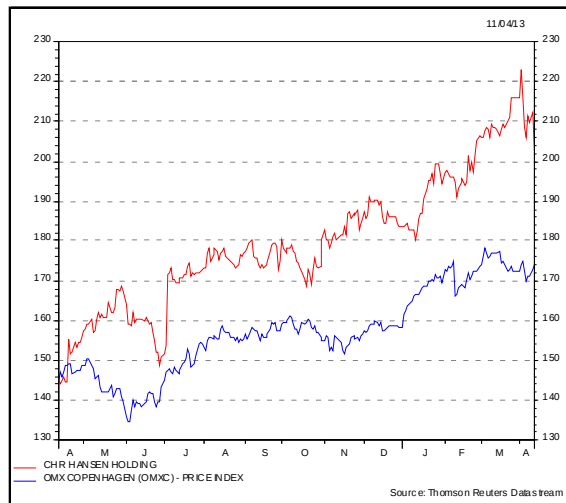
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Kursudvikling, Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. EUR	2K 11/12	2K 12/13	2011/12	2012/13E	2013/14E
Omsætning	165	174	699	751	818
EBIT (primær drift)	42	33	185	200	232
Ordinært resultat før skat	41	28	172	186	222
Nettoresultat	30	20	129	137	164
Egenkapital forrentning (%)	-	-	19,6%	18,5%	19,4%
Soliditet (%)	-	-	49,2%	53,4%	57,5%
EPS - udvandet	0,22	0,15	0,94	1,02	1,22
P/E	-	-	27,5	23,1	20,6
EV/EBITDA	-	-	16,0	14,2	12,5
Indre værdi	-	-	5,54	6,29	7,17
Yield	-	-	1,6%	1,6%	1,9%

Markedsværdi :	24,4 mia. kr.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.09 - 31.08	Fondskode :	6022758
Seneste udbytte :	2,90 kr. pr. aktie	Reuterkode :	CHRH.CO



Forretningsområde

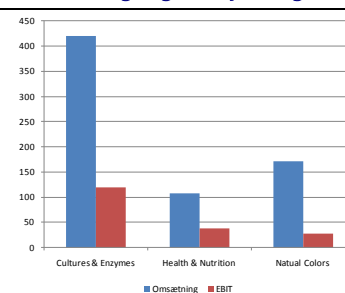
Chr. Hansen er en fokuseret bioscience virksomhed, der udvikler, producerer og leverer ingredienser med fokus på fremstilling af kulturer, mejerienzzymer, probiotiske kulturer og naturlige farver. Forretningsmodellen bygger på stærke og langvarige relationer til selskabet kunder samt udvikling af teknologiske forandringer, der giver mulighed for nye innovative produkter. Chr. Hansen har således førende positioner på selskabets markeder gennem de tre divisioner; 'Cultures & Enzymes', 'Health & Nutrition' og 'Natural Color'. Divisionerne opererer globalt og generer synergier gennem brug af Chr. Hansens fælles teknologi- og salgsplatform.

Risici

Eksposering mod diacetyl-relaterede retssager og afhængighed af store kunder. Chr. Hansen er desuden eksponeret mod stigende råvarepriser, idet det tager tid før stigningerne i fuldt omfang er sendt videre til kunderne. Herudover er risici primært relateret til markedsudviklingen og ændringer i den nuværende konkurrencesituation i form af nye og bedre produkter.

Lav

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Middel
Rentedækning: 14,1

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2011/12

Europa: 46,5% Nordamerika: 23,6% Sydamerika: 12,8% Øvrige verden: 17,1%

2-faktor dividende model – til illustration af kursforventninger

Kurs	151,43 (-25%)	201,90	252,38 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	1 år	5 år	8 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 7,8%
Vækst (% pr. år)	7,4%	9,6%	11,3%	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 7,8%
Afkastkrav (%)	10,6%	9,6%	9,0%	Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,8

Selskabets forventninger

Leverandører

3

Chr. Hansen er ikke afhængig af en enkelt leverandør, men må acceptere udsving i råvarepriserne. Det er svært for Chr. Hansen på kort sigt at overvælte råvareprisstigninger på kunderne.

Substitutter

3

Substitutter er i høj grad andre ingredienser, der kan vise samme eller bedre effekt. I mange tilfælde er ingredienserne dog udviklet specifikt efter ønske fra den enkelte kunde.

Indgangsbarrierer

4

Ingredienser og enzymer kræver betydelig teknologisk know-how. Markedet er derfor præget af få store spillere, hvor Chr. Hansen har en stærk position.

Kunder

4

Fødevareingredienser udgør typisk 1-5% af fødevarens produktionspris. De store fødevareproducenter forsøger i stigende omfang at få leverandørerne til at betale F&U-omkostningerne.

Intensitet

5

Øget fokus på sunde fødevarer og på omkostningsbesparelser skaber en høj underliggende vækst på markedet, som de store spillere gennem øget volumen profiterer af.

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

Chr. Hansen forventer en organisk omsætningsvækst på 7-9%. (ekskl. effekten fra ændrede karmenpriser 8-10%)

Overskudsgraden ventes at blive højere end niveauet i regnskabsåret 2011/12 på 27,2% (før nedskrivninger).

Ændring i indtjening pr. aktie

EUR	Før	Nu	Ændring
2012/13E	1,07	1,02	-4,2%
2013/14E	1,25	1,22	-2,6%

Relativ performance (OMX)

1M	3M	12M
-1,1%	6,8%	15,6%

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 Finans-tilsynet.

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 konjunkturforsørgninger. 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	44,4%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	37,0%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	18,5%

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 Danske Bank FLSmidth NKT Holding Nokia Pandora Rockwool	DSV Hennes & Mauritz Vestas	Bang & Olufsen D/S Norden Nordea SAS
Defensive aktier	GN Store Nord Novo Nordisk Novozymes Royal Unibrew Tryg	ALK-Abelló Carlsberg Chr. Hansen Coloplast H. Lundbeck TDC Topdanmark	William Demant

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. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul, hvilket 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.

Sydbank