



Aktienyt

D/S NORDEN

Sælg
Uændret

Aktuel kurs: 200,90 DKK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:
09/08/13 – Underskud i vente i
NORDEN-regnskab på onsdag

Kalender:
13/11/13 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Underskud i svært marked og usikkert tidsperspektiv for tørlast-genrejsning

Vi fastholder Sælg-anbefalingen på NORDEN efter et svagere end ventet 2. kvartalsregnskab. NORDEN-aktien har taget forskud på en markedsfremgang, som efter vores vurdering bliver svagere og mere langtrukken, end investorer og mange tørlastrederier forventer.

Endnu et svært kvartal er overstået

NORDENs omsætning i 2. kvartal er 4% højere, end vi forventede (+7% ift. markedsforventningerne) og resultatet af primær drift før afskrivninger (EBITDA) på 3,9 mio. USD er under vores estimat på 6,2 mio. USD og markedsforventningerne på 10,2 mio. USD. Selskabet fastholder forventningerne til 2013.

Højere rater støtter indtjeningen i 'Tørlast'

EBITDA i 'Tørlast' på -2 mio. USD er lidt bedre, end vi havde ventet. Aktivitetsniveauet målt på indtjeningsdage har været 5% højere, end vi forventede, og NORDEN har generelt realiseret højere fragtrater. Tørlastrederiernes nyfundne lyst på bestilling af nye skibe og det lavere niveau af skrotninger tegner sammen med mere positive meldinger fra flere tørlastrederier et billede af, at krisen snart er overstået. Overkapaciteten er dog på rekordniveau, og vi forventer nu tidligst, at raterne når mere vedvarende, overskudsgivende niveauer i løbet af 2014. Raterne vil dog stige i år i forhold til 2012. Vi tvivler på, at de ny-lige brugtprisstigninger kan følges op af væsentligt bedre rater på kort sigt – men vi venter ikke fald i brugtpriserne af den grund.

Opsving i 'Tank' giver ikke helt den ventede indtjening i kvartalet

EBITDA i 'Tank' på 8 mio. USD er noget under vores forventninger. De realiserede fragtrater er lavere end ventet, og det koster på indtjeningen. NORDEN har desuden haft 6% færre indtjeningsdage, end vi ventede i 'Tank' i 2. kvartal. Vi vurderer, at produkttank-markedet har overstået det værste – men de aktuelle tilbagefald i de større segmenter understreger, at balancen stadig er skrøbelig. Vi forventer dog at fragtraterne stiger i 2013 i forhold til 2012 i takt med bedre balance i markedet. Perioderne med overskudsgivende rater bliver desuden væsentligt længere end i 2012. Vi udelukker ikke, at brugtpriserne kan stige yderligere en smule fra de aktuelle niveauer.

NORDEN investerer og positionerer sig til bedre tider

NORDEN har siden starten af året investeret massivt i tørlastskibe – til billige priser. Fire nybygninger og syv langtidsindbefragtede skibe med tilhørende købsoptioner er det blevet til – og der er mere i vente. Investeringerne giver NORDEN et forspring, og sikrer selskabet en position blandt de absolut førende i sektoren. Vi frygter dog, at genopretningen af tørlastmarkedet bliver mere langtrukken, end mange tørlastrederier og investorer forventer. Vi sænker vores forventninger til spotraterne i 2014 en smule, og det fører til lidt lavere indtjeningsestimater. NORDEN-aktien er steget med 24% i år, men efter vores vurdering har investorerne taget forskud på en markeds- og indtjeningsfremgang, som formentlig indtræffer senere, end de fleste venter.

D/S NORDEN, Nr. 6/2013
Jacob Pedersen, CFA
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 52
jacob.pedersen@sydbank.dk
14.08.2013, kl.: 13:39

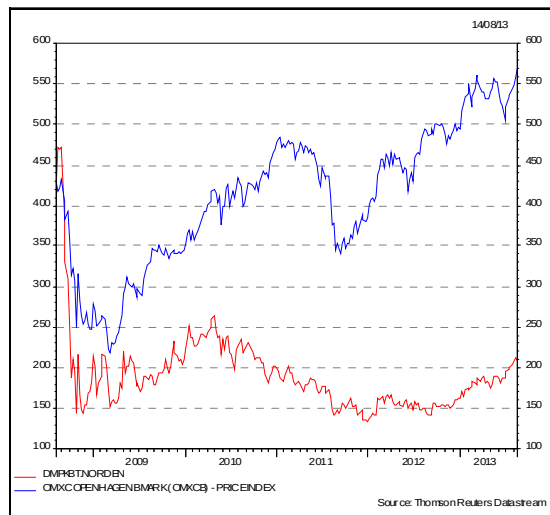
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. USD	2K 2012	2K 2013E	2012	2013E	2014E
Omsætning	523,5	523,6	2.131,4	1.852,2	2.018,3
EBIT (primær drift)	9,6	-15,7	-265,4	-44,5	16,5
Ordinært resultat før skat	-30,4	-21,1	-273,9	-39,5	31,5
Nettoresultat	-31,8	-22,4	-278,8	-38,3	30,6
Egenkapital forrentning (%)	-	-	-15,1%	-2,3%	1,9%
Soliditet (%)	-	-	83,0%	85,9%	85,6%
EPS - udvandet	-0,77	-0,54	-6,76	-0,93	0,74
P/E	-	-	neg.	neg.	47,2
EV/EBITDA	-	-	6,3	31,2	11,6
Indre værdi	-	-	41	39	40
Yield	-	-	1,8%	1,1%	0,5%

Markedsværdi :	1,44 mia. USD	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	6008321
Seneste udbytte	3,0 DKK /aktie	Reuterkode :	DNORD.CO



Omsætning og indtjening

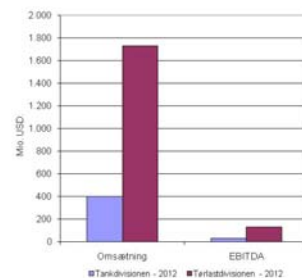
Forretningsområde

D/S Norden blev stiftet i 1871. Selskabets aktiviteter er opdelt i en tørlast- og en tankdivision. Tørlastdivisionens andel af indtjeningsdagene udgør normalt 80-90%. Pr. 1/1/13 ejede selskabet 25 tørlastskibe og 16 tankere, hvortil kommer 177 indcharterede skibe i tørlastdivisionen og 26 i tankdivisionen. Tørlastskibene beskæftiges primært på længerevarende lastekontrakter, hvorved Norden afdækker sig mod udsving i fragtraterne. Tankerne beskæftiges i poolsamarbejdet Norient Product Pool, hvor de primært sejler i spotmarkedet.

Risici

Faldende økonomisk vækst kan reducere fragtraterne og værdien af selskabets flåde, købsoptioner og allerede afgivne ordrer. Aftagende vækst i import af råvarer - særligt jernmalm - i Kina vil reducere tørlastraterne, mens tankraterne på kort sigt kan blive negativt påvirket af stigende udbud af produkttankere.

Høj



USD-følsomhed:
Rentedækning

Høj
Neg.

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling

USD ~ 100%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	150,68 (-25%)	200,90	251,13 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	-	-	-	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 8,4%
Vækst (% pr. år)	-	-	-	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 8,4%
Afkastkrav (%)	-	-	-	Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 2,8

Selskabets forventninger

Leverandører

2

Begrænset magt. Høje fragtrater øger antallet af nybygninger, hvorved skibspriserne stiger. Priserne ved indchartering er helt afhængige af markedssituationen og rateforventningerne.

Substituter

4

Usandsynligt at benytte andre transportformer end skib/tanker til kundernes fragter.

Indgangsbarrierer

3

Umiddelbart lave i Tørlast. Øget fokusering på kvalitet og langvarige kunderelationer. I særdeleshed i produkttank-segmentet, hvor certificering hos olieselskaberne er nødvendig.

Kunder

3

Generelt begrænset forhandlingssevne da udbud/efterspørgsel afgør fragtraterne. Pool-samarbejder styrker dog forhandlingspositionen i tank.

Intensitet

2

Stor kapacitetstilgang i Tørlast betyder aktuelt svære indtjeningsvilkår og hård konkurrence.

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

D/S Norden forventer et EBITDA på 15-45 mio. USD i 2013.

For 'Tørlast' forventes EBITDA på ca. 0 mio. USD og for 'Tank' EBITDA på 25-45 mio. USD.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2013E	-0,63	-0,93	-
2014E	0,93	0,74	-20,4%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-4,7%	4,2%	17,3%

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.

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 markedsstendenser og konjunkturfremventninger. 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	40,7%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	33,3%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	25,9%

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 anbefalinger i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:

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