



Aktienyt

Carlsberg

**Hold
Uændret**

Aktuel kurs: 568,50 DKK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

**Seneste analyse på selskabet:
15/08/13 – Aktieudsyn – Koldt
forårsvejr vil præge næste uges
regnskab**

**Kalender:
11/11/2013 – 3. kvartalsregnskab**

**Forventet opdatering:
Kvartalsvist**

Svage markeder presser prognosen

Vi fastholder 'Hold'-anbefalingen på Carlsberg. Carlsberg opererer på udfordrende markeder med tilbageholdne forbrugere. Gennemførte prisstigninger og vundne markedsandele er dog med til at skærme mod den svage markedsudvikling. Det udfordrende forretningsklima betyder efter vores vurdering, at Carlsberg har kurs mod et resultat i underkanten af prognosen for 2013.

Dårligt forårsvejr præger 2. kvartal 2013

Omsætningen lander på 19,6 mia. kr. i 2. kvartal 2013, hvilket er lidt svagere end vores forventning (på linje med markedsforventningerne). Omsætningen i Vesteuropa er faktisk lidt bedre end vores estimat, mens udviklingen i Østeuropa og Asien er lidt svagere, end vi havde ventet. Resultatet af primær drift før særlige poster (EBIT) på 3.435 mio. kr. er 4,1% dårligere, end vi havde forventet (-2,9% ift. markedsforventningerne). Svagere udsigter for det russiske ølmarked i år betyder efter vores vurdering, at Carlsberg har kurs mod et resultat i underkanten af prognosen for 2013.

Vinder markedsandele i udfordrende russisk marked

Omsætningen i Østeuropa er 3,2% lavere, end vi havde ventet. Volumensalget i regionen er lidt svagere, end vi havde ventet. Prisstigninger i Rusland har til gengæld haft den ventede positive effekt på omsætningen. Carlsberg venter nu, at det russiske marked vil udvise et midt-encifret procentvist fald i år mod tidligere en flad udvikling. Lukningen af mange ikke-permanente salgssteder giver en større kortsigtet negativ effekt på markedet, end Carlsberg havde ventet ved årets indgang. Vi noterer os, at Carlsberg vinder markedsandele i Rusland, og markedsandelen på 39,2% ved udgangen af 2. kvartal er 1,3%-point bedre end 2. kvartal 2012. Vi bemærker, at distributørerne i Rusland ved udgangen af 2. kvartal har en større lagerbeholdning end normalt. Dermed kan lagernedbringelser lægge en dæmper på salgsudviklingen i anden del af højsæsonen. Vi venter dog en svagt stigende omsætning i Østeuropa i det kommende kvartal ift. 3. kvartal 2012 drevet af både prisstigninger og en lille volumenfremskud.

Svage vesteuropæiske markeder – positiv prisudvikling

Omsætningen i Vesteuropa er 0,9% bedre, end vi havde estimeret. Volumensalget i regionen er 4,1% svagere, end vi havde ventet. Vi finder det derfor meget positivt, at Carlsberg har været i stand til at hæve priserne på tværs af regionen – prisstigningerne har haft en større positiv effekt, end vi havde ventet. Det franske marked er svagt i kølvandet på en kraftig afgiftsstigning på 160% pr. 1. januar 2013. Vi noterer os, at Carlsberg taber markedsandele i Frankrig som følge af en svag udvikling i mainstream-brandet Kronenbourg. Godt sommervejr i juli baner vejen for en bedre salgsudvikling i regionen i 3. kvartal, men vi venter fortsat at forretningsklimaet vil være udfordrende i Vesteuropa.

Svære markedsvilkår vil præge de kommende kvartaler

Et udfordrende forretningsklima kombineret med afgiftsstigninger i Frankrig og ændringer i salgskanalerne i Rusland giver et dårligt udgangspunkt for at overraske positivt i forhold til prognosen i 2013. Værdiansættelsen af Carlsberg-aktien ser efter vores vurdering ikke specielt anstrengt ud, men vi har svært ved at identificere kortsigtede kurstriggere.

Carlsberg, Nr. 09 / 2013
Morten Imsgard
aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk
21-08-2013, kl.: 13:36

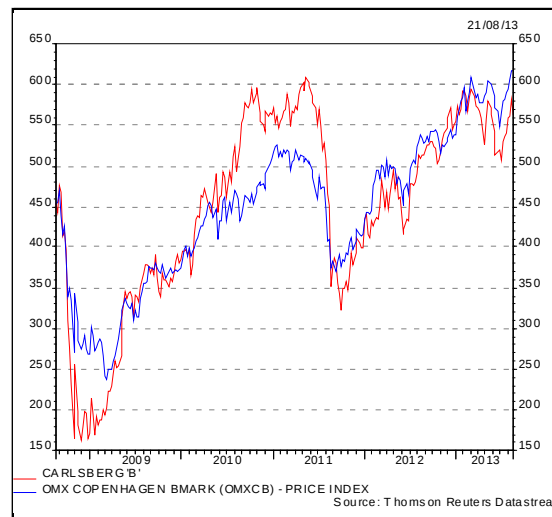
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Kursudvikling, Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. DKK	2K 2012	2K 2013	2012	2013E	2014E
Omsætning	19.336	19.640	66.468	67.992	70.605
EBIT (primær drift)	3.471	3.435	9.793	9.811	10.697
Ordinært resultat før skat	4.505	2.928	8.228	8.039	9.014
Nettoresultat	3.355	2.074	5.729	5.648	6.231
Egenkapital forrentning (%)	-	-	9,2%	8,4%	8,7%
Soliditet (%)	-	-	45,6%	46,5%	47,8%
EPS - udvandet	21,99	13,60	37,55	37,02	40,85
P/E	-	-	14,8	15,4	14,0
EV/EBITDA	-	-	8,3	8,1	7,4
Indre værdi	-	-	460,6	491,6	525,9
Yield	-	-	1,1%	1,1%	1,1%

Markedsværdi :	87,8 mia. DKK.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	1018175
Seneste udbytte :	6,0 kr. pr. aktie	Reuterkode :	CARLB.CO



Forretningsområde

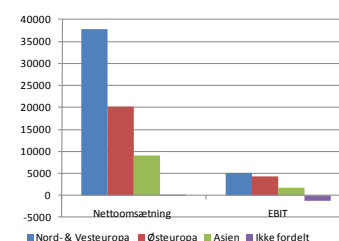
Carlsberg er et af verdens største bryggerier med produktion i 32 lande samt salg i mere end 150 lande. Over 90% af koncernens ølsalg sker i udlandet. Carlsberg besidder en dominerende markedsandel på ølmarkedet i Norden, Frankrig, Nordtyskland, Schweiz og Portugal. Derudover har Carlsberg en stærk position i Østeuropa efter overtagelsen af hele BBH, med en unik markedsledende position på det russiske marked. Asien er det kommende vækstmarked for selskabet, og Carlsberg har en markedsledende position i seks provinser i det vestlige Kina. Derudover er selskabet stærkt positioneret i Malaysia, Singapore og Vietnam.

Risici

Forløbet af de omkostningsbesparende tiltag i Vesteuropa, som skal skabe en forbedring af indtjeningen. Selskabet er eksponeret overfor udviklingen i den russiske økonomi og den russiske Rubel. Ekspansion i Asien kræver ressourcer i opbygningsfasen og indebærer risiko for fejlslagne investeringer.

Middel

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Lav
Rentedækning: 4,00

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2012

EUR: 26% RUB: 21% GBP: 7% CHF: 5%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	426,38 (-25%)	568,50	710,63 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	1 år	1 år	1 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 7,9%
Vækst (% pr. år)	5,0 %	5,8 %	7,5 %	Høj vækst i 15 år og afkastkrav 7,9%
Afkastkrav (%)	12,8 %	11,6 %	10,7 %	Høj vækst i 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,4

Selskabets forventninger

Leverandører

4

Stor forhandlingskraft overfor leverandører af overvejende standardiserede og landbrugsrelaterede råvarer. Valget af råvarer og fremstillingsprocesser er afgørende for øl kvaliteten.

Substitut

4

Andre alkoholiske- og non-alkoholiske drikke er substitutter. Skift i forbrugsmønstre, beskatning, emballage, vejrfaktor og distribution m.m. har indflydelse på Carlsbergs ølsalg.

Indgangsbarrierer

3

Relativt høje barrierer på de etablerede markeder trods en forholdsvis fragmenteret struktur på flere af disse, mens barriererne på emerging markets er lavere grundet et beskedent ølsalg.

Kunder

3

Detailsegmentet er præget af storkunder, der har stor forhandlingsmagt. Inden for restaurationssegmentet spilles bryggerierne i mindre omfang også ud mod hinanden.

Intensitet

3

Hårdt pres fra discountprodukter som vinder markedsandele. I et modent ølmarked er fokus primært på at vinde markedsandele fra konkurrenterne via markedsføring og priskonkurrence.

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

For 2013 forventer selskabet et resultat af primær drift før særlige poster på ca. 10 mia. kr.

Det justerede nettoresultatet i 2013 ventes at fremvise en midt-encifret procentvis stigning i forhold til 5.504 mio. kr. i 2012.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2013E	37,77	37,02	-2,0%
2014E	41,98	40,85	-2,7%

Relativ performance (OMX)

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

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 markedstendenser og konjunkturforsværminger. 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 Aktientyt 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	37,0%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	37,0%
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 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 Nokia Pandora Rockwool Vestas	DSV FLSmidth Hennes & Mauritz NKT Holding 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.