Regnskabssæson i Danmark
Sydbanks forventninger

Aktietema

Rutsjebanetur i fuld gang på aktiemarkederne

Store udsving præger de finansielle markeder i disse dage, hvor en efterhånden lang liste af udfordringer i stigende grad bekymrer investorerne. Udfordringer som aktierne det meste af året ellers overraskende længe synes at have ignoreret i form af blandt andet vækstafmatning, geopolitisk usikkerhed, ebola og faldende inflationsforventninger. Nu synes investorerne så til gengæld at være bekymrede for alt på samme tid og ikke sætte megen lid til at centralbankerne og politikerne i samspil har mere at skyde med. Som en konsekvens er aktierne således faldet 5-15 procent på de fleste aktiemarkeder. Den udenlandske regnskabssæson er i fuld gang i USA, og meldingerne herfra er foreløbig opløftende og antyder en fortsat stærk formkurve i mange amerikanske virksomheder. Tryg tyvstartede den danske regnskabssæson tidligere på måneden på overbevisende maner med et bedre end ventet regnskab. I denne uge starter sæsonen så for alvor herhjemme med tal fra Nordea, Chr. Hansen og Novozymes. Samlet set er det vores forventning, at de kommende uger fortsat vil være præget af store udsving. Men kombinationen af en fortsat stærk formkurve i mange store danske virksomheder og flere pengepolitiske tiltag fra centralbankerne gør fortsat aktier til en attraktiv investering i det nuværende lav-rentemiljø. Selv efter de seneste dagens kraftige turbulens ligger danske aktier fortsat med en stigning på 11,4 procent og C20Cap i plus med 8,9 procent og dermed igen med fremme i feltet af aktiemarkeder med de største stigninger i år.

Formkurven er bedre end aktiekursen antyder i mange virksomheder

De kommende ugers danske regnskabssæson vil give investorerne syn for sagen for formkurven i de danske virksomheder. Faldende råvarepriser i kombination med en stærkere USD over for den danske krone, bidrager positivt i mange virksomheder, men vil dog først få større effekt de kommende kvartaler, som følge af afdækningsstrategier i virksomhederne. Virksomheder, som profiterer positivt af udviklingen er blandt andet Pandora, Novo Nordisk og GN Store Nord. Vækstafmatningen i eurozonen de seneste måneder og optrapningen af konflikten med Rusland er til gengæld to forhold, som tynger udsigterne for flere virksomheder som Carlsberg og Rockwool. Svagere vækstudsigter for dansk økonomi tynger især i bankerne. Samlet efterlod de danske regnskaber for 1. halvår et stærkt indtryk og generelt venter vi, at formkurven fortsat er stærk i mange store danske virksomheder efter regnskaberne for 3. kvartal. Men fortsatte effektiviseringer er en nødvendighed for at fastholde eller forbedre lønsomheden i mange virksomheder mens toplinjevækst fortsat synes at være en udfordring for mange - især cykliske virksomheder. Opjusteringer var der mange af i 1. halvår og der er basis for flere. Men et mere udfordrende forretningsklima betyder, at antallet vil ligge på et noget lavere niveau i 2. halvår. Vi ser basis for, at Pandora, GN Store Nord, Vestas, Alk-Abelló og Danske Bank kan overraske i forhold til deres forventninger i løbet af 2014.

Bundlinjen er fortsat klar til at accelerere i mange danske virksomheder

Mange danske virksomheder er således enten toptrimmede eller i fuld gang med at blive det. Mens de defensive virksomheder gennemgående har præsteret på et højt niveau de seneste år, så er det vores forventning, at de cykliske virksomheder inden for bank, industri og cyklisk forbrug fortsat vil vise størst fremgang målt på lønsomheden i år. Mange cykliske virksomheder som Danske Bank, A. P. Møller-Mærsk og Vestas har sporet forretningsmodellen ind til at køre i et mere lønsomt gear. Prisfastsættelsen af mange cykliske aktier afspejler dog endnu ikke det forventede indtjeningsmoment. Den seneste tids turbulens har tværtimod øget forskellen i værdiansættelsen af cykliske aktier i forhold til defensive aktier, da investorerne er søgt mod de mere sikre havne.

Stærk årsafslutning for C20Cap ligger stadig i kortene - men det er op ad bakke

Investorernes forventninger til de kommende ugers regnskaber er dalet i takt med aktiekurserne. Det kan vise sig at være en fordel. Virksomheder, som fortsat leverer på et højt niveau kan således blive belønnet med pæne kursstigninger, mens virksomheder der omvendt skuffer i forhold til forventningerne ikke bør blive straffet så hårdt kursmæssigt. De seneste nøgletal for amerikansk økonomi viser fortsat en vækst på ca. 2 procent for i år. I eurozonen synes politikerne så småt at indse, at flere vækstinitiativer er påkrævet. Sammen med udsigten til en lav rente, centralbankernes lempelige politik og virksomhedernes stærke formkurve taler det for højere aktiekurser frem mod årsskiftet.

Aktieanalysen
Aktieanalysechef Bjørn Schwarz
Direkte tlf.: 74 37 44 56
schwarz@sydbank.dk

Senioranalytiker Jacob Pedersen, CFA
Direkte tlf.: 74 37 44 52
jacob.pedersen@sydbank.dk

Senioranalytiker Søren Løntoft Hansen
Direkte tlf.: 74 37 44 64
s.loentoft@sydbank.dk

Senioranalytiker Morten Imsgard
Direkte tlf.: 74 37 44 49
morten.imsgard@sydbank.dk

Aktietema nr. 17 / 2014
21. oktober 2014
kl.: 06:40
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Der skal løbes stærkere i mange virksomheder

Investorernes forventninger til de kommende ugers regnskaber er dalet i takt med aktiekurserne. Det kan vise sig at blive en fordel de kommende uger. Virksomheder, som fortsat leverer på et højt niveau kan således blive belønnet med pæne kursstigninger, mens virksomheder der omvendt skuffer i forhold til forventningerne ikke bør blive straffet så hårdt kursmæssigt, da aktierne allerede er faldet meget.

Regnskabsdatoer for virksomhederne i Sydbanks analyseunivers

Selskab	Dato	Begivenhed	Selskab	Dato	Begivenhed
Bang & Olufsen	02-10-2014	1. Kvartalsregnskab	Carlsberg	10-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Tryg	10-10-2014	3. Kvartalsregnskab	Pandora	11-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Chr. Hansen	22-10-2014	Årsregnskab	A. P. Møller-Mærsk	11-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Nordea	22-10-2014	3. Kvartalsregnskab	ISS	12-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Novozymes	23-10-2014	3. Kvartalsregnskab	D/S Norden	12-11-2014	3. Kvartalsregnskab
DSV	29-10-2014	3. Kvartalsregnskab	William Demant	13-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Danske Bank	30-10-2014	3. Kvartalsregnskab	NKT Holding	13-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Novo Nordisk	30-10-2014	3. Kvartalsregnskab	GN Store Nord	14-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Coloplast	30-10-2014	Årsregnskab	Alk Abello	14-11-2014	3. Kvartalsregnskab
TDC	31-10-2014	3. Kvartalsregnskab	Topdanmark	18-11-2014	3. Kvartalsregnskab
H. Lundbeck	05-11-2014	3. Kvartalsregnskab	Rockwool	20-11-2014	3. Kvartalsregnskab
FLSmidth	07-11-2014	3. Kvartalsregnskab	Royal Unibrew	26-11-2014	3. Kvartalsregnskab
Vestas	07-11-2014	3. Kvartalsregnskab	SAS	18-12-2014	Årsregnskab

De kraftige kursfald kan tages som et udtryk for, at en efterhånden lang liste af udfordringer i stigende grad bekymrer investorerne. Udfordringer som aktierne det meste af året ellers overraskende længe synes at have ignoreret i form af blandt andet vækstafmatning, geopolitisk usikkerhed, ebola og faldende inflationsforventninger. Nu synes investorerne så til gengæld at være bekymrede for alt på samme tid og ikke sætte megen lid til, at centralbankerne og politikerne i samspil har mere at skyde med.

Konjunkturudsigterne er udfordrende men ikke dårlige

Vækstudsigterne for såvel dansk som global økonomi er da heller ikke helt så opløftende som tidligere på året, men det tegner dog fortsat til en vækst i verdensøkonomien på 3,1 procent og 0,7 procent i dansk økonomi i år. Optrapningen af konflikten med Rusland sætter sine negative spor i europæisk økonomi og udsigterne for flere af Danmarks nærmarkeder - Storbritannien, Tyskland, Sverige og Norge - er således også blevet nedrevideret løbende til vækstrater på nu 1,25-2,0 procent mod tidligere vækstrater for i år på 1,5-2,7 procent. Kun for Storbritannien er udsigterne forbedret til 3,3 procent i år. En udvikling, som især presser flere små - og mellemstore virksomheder, som i højere grad er afhængig af udviklingen på nærmarkederne og i dansk økonomi.

Sydbanks og IMF's vækstforventninger

					Sydbank prognose		IMF prognose	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2014	2015
USA	2,9%	1,7%	2,8%	2,2%	2,25%	3,0%	2,2%	3,1%
Eurozonen	1,7%	1,5%	-0,6%	-0,5%	0,6%	0,75%	0,8%	1,3%
Tyskland	3,6%	3,1%	1,0%	0,5%	1,25%	1,25%	1,4%	1,5%
Japan	4,4%	-0,7%	1,9%	2,0%	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%
Kina	10,4%	9,2%	7,7%	7,5%	7,4%	7,3%	7,4%	7,1%
Danmark	2,0%	1,0%	-0,4%	0,3%	0,70%	1,5%	1,5%	1,7%
Global	**5,3%**	**3,9%**	**3,0%**	**3,3%**	**3,1%**	**3,4%**	**3,3%**	**3,8%**

Kilde: Sydbank

Den økonomiske fremgang i verdensøkonomien ser således ud til at blive lavere i år end i fjor. Mens amerikansk økonomi viser en fremgang på ca. 2,3 procent i år, så humper væksten af sted i eurozonen. Billedet er fortsat mere broget på vækstmarkederne. Væksten er fortsat høj mange steder, men udfordringerne i de største af vækstmarkerne er fortsat store. En træg reformproces eller mangel på samme og stigende enhedslønomkostninger i nogle af de store EM-økonomier kan dæmpe markedspotentialet i disse regioner for enkelte danske og andre vestlige virksomheder.

Fremgangen i den økonomiske vækst understøtter dog fortsat indtjeningsudviklingen positivt hos en lang række af de mere cykliske virksomheder, men konkurrencen er intensiveret i mange brancher, hvilket øget presset på toplinjen. Flere virksomheder er således tvunget til at løbe hurtigere og intensivere deres effektiviseringer for at forsvare eller forbedre deres

Sydbank

lønsomhed.

Fremgang i sigte hos mange virksomheder
Virksomhederne er samlet set toptrimmede eller ved at blive det, efter at have fokuseret på værdiskabelse, effektiviseringer og omkostninger. Mens de defensive virksomheder gennemgående har præsteret på et højt niveau de seneste år, så er det vores forventning, at de cykliske virksomheder inden for bank, industri og cyklisk forbrug fortsat vil vise størst fremgang målt på lønsomheden i år.

Mange cykliske virksomheder som Danske Bank, A. P. Møller-Mærsk og Vestas har sporet forretningsmodellen ind til at køre i et mere lønsomt gear. Prisfastsættelsen af mange cykliske aktier afspejler dog endnu ikke det forventede indtjeningsmoment. Den seneste tids turbulens har tværtimod øget forskellen i værdiansættelsen af cykliske aktier i forhold til defensive aktier, da investorerne er søgt mod de mere sikre havne.

Meldingerne fra de cykliske bliver retningsgivende
Samlet efterlod de danske regnskaber for 1. halvår et stærkt indtryk, og generelt venter vi, at formkurven fortsat er stærk i mange store danske virksomheder efter regnskaberne for 3. kvartal. Umiddelbart er der lagt op til et par uger med overvejende positive meldinger fra de danske virksomheder. Investorerne vil dog givetvis skele mest til udmeldingerne fra de cykliske virksomheder for at spore sig ind på, i hvor stor udstrækning et intensiveret konkurrencemiljø og svagere vækstudsigter har bidt sig fast og kan aflæses i ordrebeholdning og kundeaktivitet eller om virksomhederne ikke anser modvinden som nær så kraftigt som mange investorer frygter på det seneste og de kraftige kursfald kan tages som et udtryk for. Med andre ord om investorernes syn på mange cykliske virksomheders markedsmuligheder er for negative i forhold til den udvikling som virksomhederne selv ser forude og kan melde om. Såfremt det viser sig, at investorernes sortsyn har taget overhånd kan det give positive kursreaktioner i de berørte aktier, mens nedjusteringer fra virksomhederne - afhængig af størrelse - allerede delvist kan vise sig at være afspejlet i det nuværende kursniveau.

Virksomhederne er godt med men fortsat forsigtige belært af erfaring
I en situation, hvor udfordringerne tårner sig op, vil en fortsat høj fokus på effektiviseringer og omkostninger fortsat være en positiv bidragyder til bundlinjen i mange virksomheder resten af 2014. Det vil understøtte den nuværende værdiansættelse af aktierne og gøde jorden for flere aktiekursstigninger i 2014.

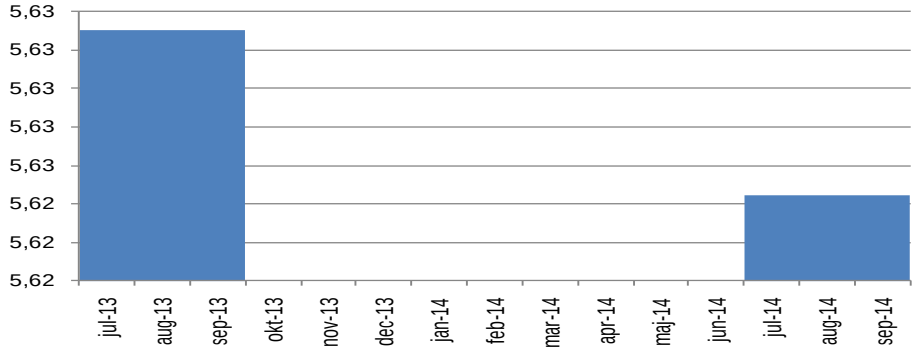
Den økonomiske udvikling i løbet af 1. halvår har samlet set givet de fleste virksomheder en god start på året, hvilket antallet af opjusteringerne blandt de danske virksomheder er et vidnesbyrd om. Der var således langt flere præciseringer og opjusteringer af forventningerne end vi regnede med allerede efter 1. kvartal. Således var der opjusteringer fra bl.a. Pandora, A. P. Møller-Mærsk, Coloplast, Alk-Abelló og Topdanmark mens andre præciserede forventningerne. Derimod overraskede Novo Nordisk, D/S Norden og Carlsberg med nedjusteringer. Efter 2. kvartal var der mere godt nyt fra blandt andet Danske Bank, Pandora og A. P. Møller-Mærsk.

Meldingerne fra virksomhederne de kommende uger vil vise, at flere er godt på vej til at indfri forventningerne og overgå disse såfremt den positive udvikling fortsætter de kommende måneder. Vi ser basis for, at Pandora, GN Store Nord, Vestas, Alk-Abelló og Danske Bank kan overraske i forhold til deres forventninger i løbet af 2014.

Medvind fra valuta og råvarer rammer først for alvor senere
Faldende råvarepriser i kombination med en stærkere USD over for den danske krone, bidrager positivt i mange virksomheder, men vil dog først få større effekt de kommende kvartaler, som følge af afdækningsstrategier i virksomhederne. Virksomheder, som profiterer positivt af udviklingen er blandt andet Pandora, Novo Nordisk og GN Store Nord.

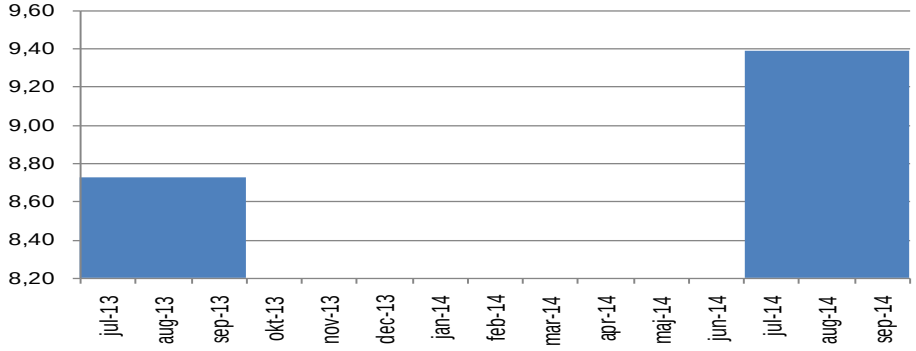
Vækstafmatningen i eurozonen de seneste måneder og optrapningen af konflikten med Rusland er til gengæld to forhold, som tynger udsigterne for flere virksomheder som Carlsberg og Rockwool. Nedturen for russisk økonomi og en kraftig svækkelse af den russiske valuta giver især Carlsberg en stor negativ omregningseffekt fra de russiske aktiviteter.

Kvartalsvis udvikling i USD/DKK - USD ned med 0,2%



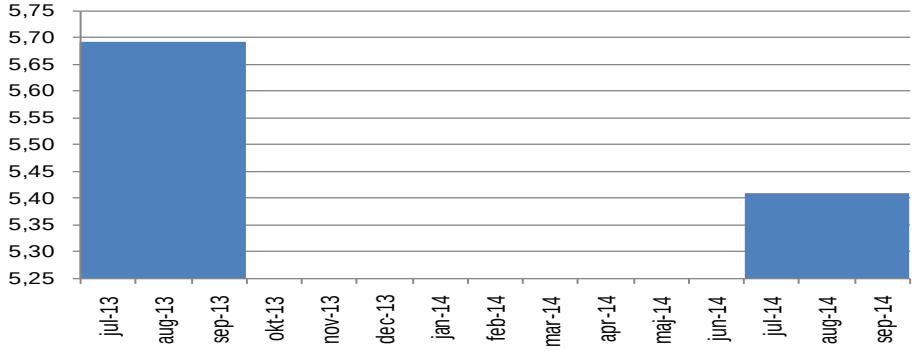
Kilde: Sydbank & Datastream

Kvartalsvis udvikling i GBP/DKK – GBP op med 7,6%



Kilde: Sydbank & Datastream

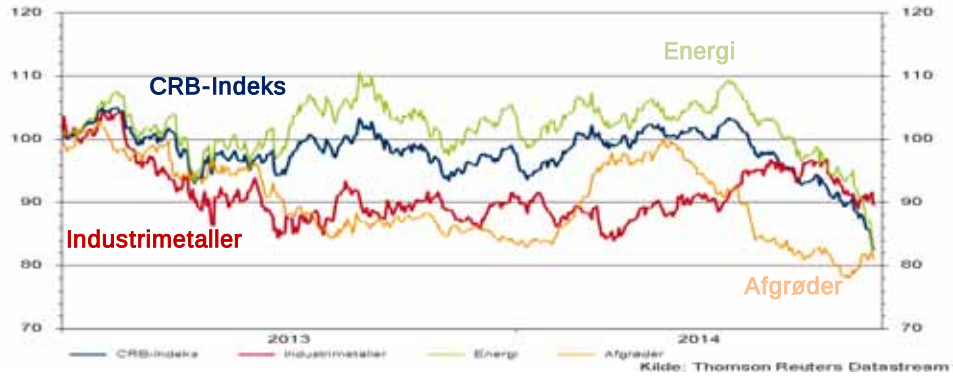
Kvartalsvis udvikling i JPY/DKK – JPY ned med 5,0%



Kilde: Sydbank & Datastream

Sydbank

Udviklingen i udvalgte råvaregrupper siden 1. jan 2013 (indekseret

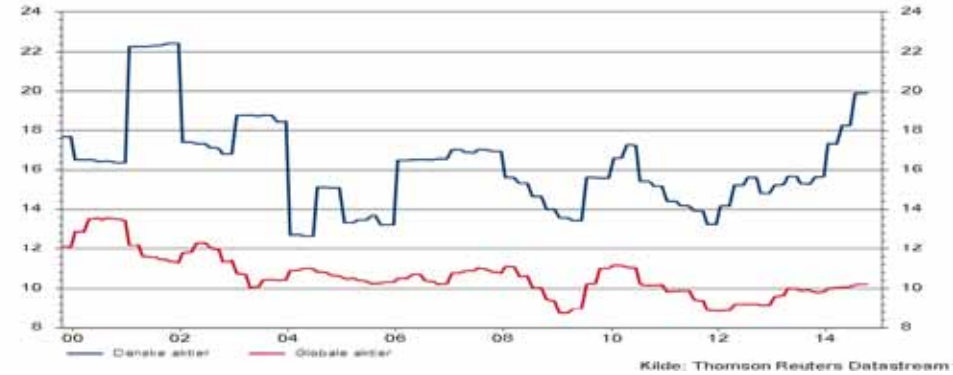


Stærk årsafslutning for C20Cap ligger stadig i kortene - men det er op ad bakke
Investorernes risikovillighed er aftaget og forventningerne til de kommende ugers regnskaber er dalet i takt med aktiekurserne. Det kan vise sig at være en fordel. Virksomheder, som fortsat leverer på et højt niveau kan således blive belønnet med pæne kursstigninger, mens virksomheder der omvendt skuffer i forhold til forventningerne ikke bør blive straffet så hårdt kursmæssigt.

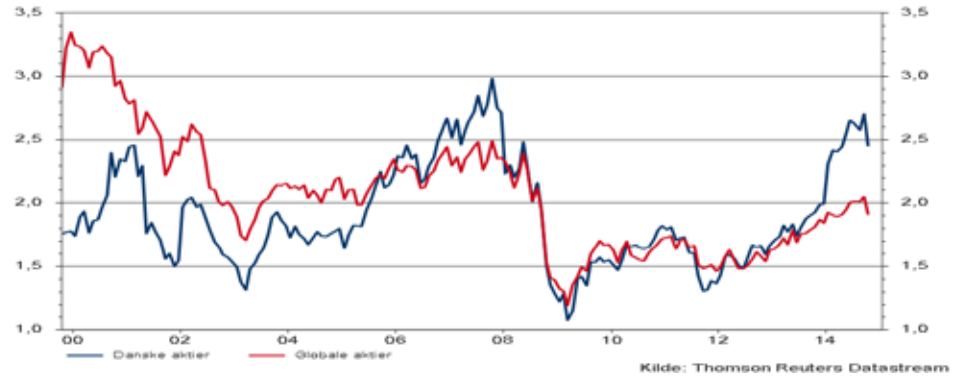
De seneste nøgletal for amerikansk økonomi viser fortsat en vækst på ca. 2 procent for i år. I eurozonen synes politikerne så småt at indse, at flere vækstinitiativer er påkrævet. Sammen med udsigten til en lav rente, centralbankernes lempelige politik og virksomhedernes stærke formkurve taler det for højere aktiekurser frem mod årsskiftet.

Trods de seneste ugers kursfald er danske aktier dog fortsat relativt højt prisfastsat. Den fortsat relativt høje prisfastsættelse af danske aktier i internationalt perspektiv skyldes en høj andel af indekstunge, velindtjenende og dyre defensive aktier i C20 Cap.

EV/EBITDA for danske samt globale aktier



K/I for danske samt globale aktier



Sydbank

Foruden virksomhederne sidder centralbankerne og politikerne med nøglerne til en bedre markedsstemning resten af året. Vi forventer således, at centralbankernes politik og politikerne på begge sider af Atlanten fortsat vil gå langt for at holde økonomierne flydende og forbedre vækstudsigterne og dermed understøtte investorernes risikovillighed til gavn for aktiekursernes udvikling.

Vi vurderer, at især finans, industri og delvist også sundhed med en stærkere indtjeningsudvikling vil bidrage til at løfte de danske aktier mod højere niveauer inden årets udgang. Vi fastholder vores tidligere forventninger til en stærk årsafslutning for de danske aktier til niveauet 810-850 for C20 Cap, men medgiver, at modvinden er øget.

Prisfastsættelsen af danske aktier betyder dog, at investorerne i bør være selektive på det danske aktiemarked. Du kan læse meget mere om vores forventninger til de enkelte virksomheder i Sydbanks analyseunivers i publikationen 'Aktieudsyn', som udsendes kort tid forud for de enkelte virksomheder offentliggør deres regnskab.

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.

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 konjunkturforventninger. 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 26 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 virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	50,0%
Hold	*På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	19,2%
Sælg	*Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	30,8%

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

Sydbank