

Aktienytt

Aktieanalys - fredag den 11 januari 2019

Marknadskommentar

SKF

Rek: KÖP

Riktkurs: 181 SEK

Pris: 144,35 SEK

Lundin Petroleum

Rek: KÖP

Riktkurs: 290 SEK

Pris: 251,80 SEK

Veckans bolag

I fokus nästa vecka

Stark börsvecka

Stockholmsbörsen öppnade fredagen med stigande index för att sedan handlas omkring nollan. Byggbolaget Skanska steg mest av bolagen på storbolagsindexet OMX30 under öppningen, tätt följt av Swedish Match och Electrolux, efter att ha fått order till ett värde av totalt drygt 19 miljarder kronor under en vecka. I skrivande stund, fredag klockan 14:00, är breda OMX Stockholm upp 2,5% och OMX30 upp 2,0% för veckan.

Aktien avspeglar en VPA på 11 SEK

Vi förutspår att marknadspriserna i negativ organisk tillväxt och marginalen kommer att sjunka till historiskt låga nivåer på omkring 10%. Eftersom vårt basscenario är för en låg ensiffrig organisk tillväxt och eftersom mycket av nedsidan redan är inprisat i aktiekursen, anser vi att risknivån i förhållande till avkastning är lockande, därför upprepar vi Köp inför Q4. Vi sänker emellertid riktkursen till 181 SEK (190).

Ny initiering

Vi initierar täckningen av Lundin Petroleum med rekommendationen Köp och riktkursen 290 SEK. Trots en pågående utredning från de svenska myndigheterna, vilket kan innebära problem för bolagets VD och ordförande, anser vi fortfarande att tillväxtmotiven är intakta och att värderingen är attraktiv med ett P/NAV på 0,84x jämfört med ett P/NAV på 1x i genomsnitt.

Bolag	Rek.	Riktkurs	Pris	Analytiker
SKF	Köp	181 SEK	144,35 SEK	Markus Almerud
Lundin Petroleum	Köp	290 SEK	251,80 SEK	Anders Holte
Nordea Bank	Köp	9,30 EUR	7,82 EUR	Robin Rane
Volvo	Köp	135 SEK	119,30 SEK	Mats Liss
SEB AB	Behåll	94 SEK	89,28 SEK	Robin Rane
Fabege	Köp	145 SEK	125,12 SEK	Jan Ihrfelt, CFA
Trelleborg	Köp	206 SEK	146,30 SEK	Douglas Lindahl
Dustin Group	Köp	100 SEK	80,70 SEK	Knut-Erik Lovstad
Catena Media	Köp	150 SEK	89,40 SEK	Hjalmar Ahlberg
Bulten	Köp	105 SEK	95,50 SEK	Mats Liss

Nästa vecka väntar vi nästa talmansrunda samt närmar oss rapportssäsong igen.

Börsnoteringar

veckans förändring

Räntor och valutor

veckans förändring

Marknadskommentar

Avstämning kl. 14:00

OMXSPI ↑ 2,5% 548,0
OMXS30 ↑ 2,0% 1463,4
DJIX ↑ 2,4% 24001,9
NASDAQ ↑ 3,7% 6986,1

SE10Y ↑ 1 0,408 %
US10Y ↓ -5 2,711 %
USD/SEK ↓ -1,0% 8,87
EUR/SEK ↑ 0,1% 10,23

Stark börsvecka

I veckan publicerades Riksbankens protokoll från det penningpolitiska mötet i december som visade att ledamöterna var oroliga för inflationsutvecklingen och att det i sin tur var en viktig faktor till att räntehöjningen kombinerades med en lägre ränteprognos. Även Feds penningpolitiska protokoll från decembermötet publicerades i veckan. I protokollet framgår det att ledamöterna har blivit lite mer försiktiga till ytterligare räntehöjningar, vilket delvis sammankopplas med orosmolnen kring den globala ekonomiska utvecklingen och den svaga börsutvecklingen i slutet av 2018.

Handelssamtalen som pågått mellan USA och Kina under veckan har haft positiva effekter på den finansiella marknaden, i synnerhet på ledande New York-börser. Handelssamtalen, som avslutades i onsdags, uppges ha lett till att länderna närmade sig i frågor som energi och jordbruk, där Kina ska ha lovat att öka importen från USA, men fortsatt vara långt ifrån varandra avseende kinesiska subventioner till inhemska företag och skydd av intellektuell egendom. I övrigt är den amerikanska statsapparaten fortsatt nedstängd. I en presskonferens sade Fed-chefen, Jerome Powell, att den ihållande nedstängningen av federal verksamhet i USA kan slå hårt mot landets ekonomi om den blir långvarig.

Noterbart på den amerikanska bolagsfronten har samtliga aktier inom FAANG-segmentet stigit under veckan. Rapporter från koreanska Samsung Electronics och LG om lägre resultat under fjolårets avslutande kvartal har inte rått på marknadsoptimismen. Facebook, Apple, Amazon, Netflix och Google har stigit i veckan med 4,53, 3,74, 5,13, 9,10 respektive 0,07%. Svenskrelaterade mobiloperatören Millicom kompletterade på onsdagen sin nuvarande notering i Stockholm med att också låta sig noteras på Nasdaq i New York. Aktien steg 3,9% under premiären i New York.

Även på den svenska bolagsfronten har det sett ljusst ut. Nästan samtliga aktier på storbolagsindexet OMX30 har stigit under veckan. Electrolux, som tidigare under veckan fick en höjd riktkurs av Goldman Sachs, har ungefär stigit med 9% och står därmed för den högsta ökningen av samtliga 30 bolag. Bernstein har höjt sin rekommendation för Swedish Match och har under veckan stigit med nästan 7%. I övrigt har SCA, Getinge, Skanska, SKF och Autoliv samtliga stigit med nästan 6%. Astra Zeneca har å andra sidan backat med mer än 4%.

Ett flertal analyshus har justerat upp sina riktkurser och rekommendationer för de svenska storbankerna. Investmentbanken Jefferies anser att Swedbank, vars aktie stigit med mer än 3% under veckan, är den svenska bank som gynnas mest av räntehöjningar på grund av bankens relativt låga exponering mot provisions- och tradingintäkter.

SKF

Rek: KÖP

Riktkurs: 181 SEK

Pris: 144,35 SEK

Analytiker: Markus Almerud

P/E 18	10,4
P/E 19	10,0
P/E 20	9,3
EV/EBIT 18	8,7
EV/EBIT 19	8,0
EV/EBIT 20	7,3
Utdelning per aktie 18	6,00 SEK
Utdelning per aktie 19	6,50 SEK
Utdelning per aktie 20	7,00 SEK
Direktavkastning 18	4,1%
Direktavkastning 19	4,5%
Direktavkastning 20	4,8%
Net Debt/EBITDA 18	0,8
Net Debt/EBITDA 19	0,3
Net Debt/EBITDA 20	0,1

Aktien avspeglar en VPA på 11 SEK

Vi förutspår att marknadspriserna i negativ organisk tillväxt och marginalen kommer att sjunka till historiskt låga nivåer på omkring 10%. Eftersom vårt basscenario är för en låg ensiffrig organisk tillväxt och eftersom mycket av nedsidan redan är inprisat i aktiekursen, anser vi att risknivån i förhållande till avkastning är lockande, därför upprepar vi Köp inför Q4. Vi sänker emellertid riktkursen till 181 SEK (190).

Avtagande volymtillväxt

Vi förväntar oss att volymtillväxten avtar från Q4 och framåt, främst på grund av att de europeiska marknaderna saktar in. Prisökningar kommer att fortsätta att påverka resultatet, men med högre kostnader från tariffer och högre IT-kostnader förväntar vi oss att EBIT faller under Q4, jämfört med samma kvartal i fjol. Industrimarknadernas snabbare tillväxt relativt bilmärnaderna kommer att mildra marginalpåverkan och bolaget kommer att ha kompenserat fullt ut för tariffer under 2019.

Låg organisk tillväxt

Mycket tyder på att industrimarknaden ligger kvar på höga nivåer (vilket innebär lägre tillväxter) medan bilmärknaden fortsätter att sakta ner. I linje med estimat från konsensus förväntar vi oss en låg-ensiffrig BNP-tillväxt under de kommande åren snarare än en negativ tillväxt. Detta bör göra det möjligt för SKF att växa i liknande takt – vi förutspår således en 3% organisk tillväxt per år under 2019-21p.

Värdering

Om vi antar -5% i organisk tillväxt under 2020p med en marginal på 10%, får vi en VPA på 11 SEK för år 2020. Vår rikt Kurs beräknas som ett genomsnitt av 12x P/E och 10x EV/EBIT, vilket är en rabatt till europeiska index för att räkna in fallande ekonomiska indikatorer, på vinsten för 2021p, och diskonterat till slutet av 2019, samt en DCF med 9% WACC, 2% långsiktig tillväxt och 12% långsiktig EBIT-marginal. Vi upprepar Köp och sänker rikt Kursen till 181 SEK (190).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/10 05:58 (GMT)

Lundin Petroleum

Rek: KÖP

Riktkurs: 290 SEK

Pris: 251,80 SEK

Analytiker: Anders Holte

P/E 18	32,4
P/E 19	24,9
P/E 20	13,2
EV/EBIT 18	9,2
EV/EBIT 19	9,0
EV/EBIT 20	4,4
Utdelning per aktie 18	0,51 USD
Utdelning per aktie 19	1,03 USD
Utdelning per aktie 20	1,03 USD
Direktavkastning 18	1,8%
Direktavkastning 19	3,6%
Direktavkastning 20	3,6%
Net Debt/EBITDA 18	1,7
Net Debt/EBITDA 19	1,6
Net Debt/EBITDA 20	0,5

Ny initiering

Vi initierar täckningen av Lundin Petroleum med rekommendationen Köp och riktkursen 290 SEK. Trots en pågående utredning från de svenska myndigheterna, vilket kan innebära problem för bolagets VD och ordförande, anser vi fortfarande att tillväxtmotiven är intakta och att värderingen är attraktiv med ett P/NAV på 0,84x jämfört med ett P/NAV på 1x i genomsnitt.

Kassaflödesmodell

Vår kassaflödesmodell baseras på en summan-av-delarna värdering. Vi antar ett långsiktigt oljepris på 65 USD/fat från 2020p och framåt. Vår riktkurs på 290 SEK innebär ett P/E-tal på 38x för 2019p och ett EV/EBIT-tal på 6x. P/E-talet ökar under 2020p då det enorma Johan Sverdrup-fältet förväntas öka produktionen under slutet av 2019p och sedan sjunker det till 17x baserat på våra uppskattningar. Aktiekursen har tagit skada av det rådande oljemarknadsscenarioet och vi anser således att det är ett bra tillfälle att börja köpa aktien. Vi inleder med rekommendationen Köp och riktkursen 290 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/10 06:17 (GMT)

Nordea Bank

Rek: KÖP

Riktkurs: 9,30 EUR

Pris: 7,82 EUR

Analytiker: Robin Rane

Motvind

Vi minskar våra vinstestimater för 2018-20p med 2-5% för Nordea inför Q4-resultatet. Vi sänker även våra DPS-estimat något. Vi upprepar Köp och riktkursen 9,30 EUR.

Sänkta vinstestimater

Inför Q4 minskar vi våra vinstestimater för 2018p med 2%. Kvartalet har inte inneburit gynnsamma villkor för kapitalförvaltning, kapitalmarknader samt trading och det är inte troligt att vi ser någon höjning i intäktsmomentet för kvartalet. För 2019p och 2020p reducerar vi våra resultatestimater med 5% respektive 3%, eftersom villkoren sannolikt inte kommer förbättras väsentligt, åtminstone inte under 2019p.

Förväntad utdelning

Vi förväntar oss att Nordea ska följa deras utdelningspolicy som innebär en stegvis ökande utdelning per aktie. Vi sänker dock våra förväntningar på utdelningen något, i och med de sänkta VPA-prognoserna. Vi förväntar oss att utdelningen per aktie uppgår till 0,7 EUR (0,72), 0,72 EUR (0,75) och 0,76 EUR (0,8) för 2018-20p. Vi förväntar oss att banken kan bibehålla höga utdelningsnivåer i intervallet 88-92% givet vad vi anser vara en stark kapitalposition. Våra estimater motsvarar en utdelningsyield i intervallet 9,0-9,8% för 2018-20p.

Värdering

Vi använder oss utav en summan-av-delarna värdering för att räkna ut riktkursen. Nordea handlas för närvarande vid en P/E 2020p på 9,4x och P/TBV 2020p på 1,08x enligt våra estimater jämfört med konkurrenternas medelvärde på 10,6x och 1,38x. Vi upprepar Köp och riktkursen 9,30 EUR.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/09 06:51 (GMT)

Volvo

Rek: KÖP

Riktkurs: 135 SEK

Pris: 119,30 SEK

Analytiker: Mats Liss

Stark finansiell position

Volvo har gynnats av en stark slutkundsmarknad och vi förväntar oss att bolaget avslutar 2018 starkt. Trots det förväntar vi oss att huvudmarknaderna saktar ner något. En potentiell avknoppning av VCE och en potentiell extrautdelning skulle försätta bolaget i en speciell situation. Trots avsättningarna på 7 miljarder SEK för att hantera problemet med avgasreningssystemet möjliggör nettokassaflödet på 40 miljarder SEK (cirka 20SEK per aktie) för en extrautdelning. Med tanke på den senaste tidens svaga aktiekurs ser värderingen fortfarande fördelaktig ut. Vi bedömer fortsatt att Volvo erbjuder bra värde vid en framåtblickande P/E-multipel på 9x (7x justerat för nettokassan). Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 135 SEK (130).

Marknader toppar - Volvo mindre volatila

Volvo har gynnats av starka lastbilsmarknader i Europa och USA, och vi bedömer att den amerikanska orderboken kommer att ge stöd under 2019. Orderjämförelser kommer att vara tuffa överlag och förväntas påverka försäljningen gradvis. En svagare lastbilsmarknad balanseras i viss grad av ökad serviceförsäljning. Vi förväntar oss också att produktionen kommer att löpa smidigare med färre flaskhalsar.

Avknoppning skapar aktievärde

Avknoppningstrenden hos flera konkurrenter som Atlas Copco riktade ett visst fokus mot Volvos möjligheter att göra liknande drag och genomföra en avknoppning av VCE. Vi anser att en eventuell avknoppning skulle rikta mer fokus mot VCE och skapa mer aktievärde.

Utsläppsproblem liknande Cummins

En parallell kan göras mellan Volvos utsläppsproblem och Cummins som tvingades återkalla en felande katalysator. Enligt våra estimat är Volvos kostnad något högre, eller cirka 10 000 SEK per motor, jämfört med Cummins som hade en kostnad på 7 000 SEK per motor. Det återstår att se om kostnaden kan delas med någon av Volvos leverantörer.

Fortsatt utrymme för extrautdelning

Volvos nettokassa väntas uppgå till 40 miljarder SEK eller 20 SEK per aktie trots reserveringen. Även om industrin är cyklisk och Volvo behöver upprätthålla en god kreditrating för sin kundfinansiering anser vi att det finns utrymme för en extrautdelning på minst 5 SEK utöver en ordinarie utdelning på 4,5 SEK. Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 135 SEK (130). Riktkursen är baserad på konkurrenters multiplar samt en kassaflödesvärdering (WACC på 10%, långsiktig tillväxt på 3% samt en EBITDA-marginal på 11%).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/11 06:30 (GMT)

SEB AB

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 94 SEK

Pris: 89,28 SEK

Analytiker: Robin Rane

Avtagande kvartalsstyrka

Inför SEB:s Q4-resultat sänker vi vinstestimaten med 1-2% för 2018-2020p. Vi förväntar oss att banken delar ut 6,2 SEK (6) per aktie för 2018p. Vi upprepar Behåll och riktkursen 94 SEK.

Vinstestimaten ned med 1-2% för 2018-2020p

Inför Q4-rapporten den 30 januari justerar vi ned estimaten med 1-2% för 2018-2020p. Vi höjer kostnadsestimaten något för 2019-2020p för att vara i linje med bankens kostnadsmål på 23 miljarder SEK för 2021, vilket kommunicerades i december. Vi bedömer att det fjärde kvartalet kommer att vara mindre spektakulärt för SEB än vad det andra och tredje kvartalet var. SEB:s tradingintäkter har en övervikt mot aktier och valuta och bör därför ha haft en mindre ogynnsam situation jämfört med Danske Bank som är mer exponerade mot FICC. Dock, med oro för svagare makro under 2019 förväntar vi oss inte att den höga kundaktiviteten från Q2 och Q3 upprepas. Vi förväntar oss därför att intäkterna minskar något q/q trots säsongsmässig medvind. Med högre säsongsmässiga kostnader bedömer vi att nettovinsten faller med 6% q/q.

Utdelning på 6,2 SEK väntas

Efter att Finansinspektionens nya regler för svenska bolån träder i kraft förväntar vi oss att SEB:s CET1-kvot faller till 17,1% vid utgången av Q4 från 19,7% vid utgången av Q3. Minskningen kommer att återspeglas av en motsvarande minskning av kapitalkravet för CET1 från 16,7% till 14,8%. Det ger oss en managementbuffert på cirka 230 punkter jämfört med målet på 150 punkter. Vi höjer antagandet om utdelning till 6,2 SEK (6) per aktie för 2018, 6,5 SEK för 2019 och 6,75 SEK per aktie 2020p. Det ger en direktavkastning på 7-7,6% för 2018-2020p.

Värdering

Vi rullar över vår summan-av-delarna-värdering från estimaten för 2019p till estimaten för 2020p med enbart en begränsad effekt på värderingen. Dock med våra något sänkta vinstestimater blir nettoeffekten nära noll och vi behåller därför riktkursen på 94 SEK. SEB handlas för närvarande till P/E 2020p på 10,6x och P/TBV på 1,29x med våra estimater. Vi upprepar Behåll och riktkursen 94 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/09 06:44 (GMT)

Fabege

Rek: KÖP

Riktkurs: 145 SEK

Pris: 125,12 SEK

Analytiker: Jan Ihrfelt, CFA

Kvalitet till rabatt

Fabege har den bästa fastighetsportföljen, den bästa projektportföljen och de bästa byggrätterna bland svenska fastighetsbolag. Om vi inkluderar övervärdet från byggrättsportföljen på 3 miljarder SEK handlas aktien med ett diskonterat NAV för 2019p på 23% (sektorsnitt 19%). Med ökat NAV i förhållande till tidsvärdet höjer vi riktkursen till 145 SEK (143) och upprepar Köp.

Fokuserat fastighetsbolag

Kontor står för mer än 85% av Fabeges fastighetsvärde, följt av detaljhandel och andra tillgångar. Hela portföljen ligger i Stockholm, med 45% i centrala Stockholm och resterande 55% inom en 5 km radie från det centrala affärsdistriktet (Solna 45% och Hammarby Sjöstad 10%).

Den bästa projektportföljen

Om vi inkluderar utvecklingsfastigheter ligger Fabeges projektportfölj på nära 19% av det totala fastighetsvärdet, jämfört med 4-5% för många andra konkurreter. Fabeges avkastning på investeringar låg på dessa projekt under de nio första månaderna av 2018 på 97% (72% för hela året 2017 och 50% de senaste tio åren i genomsnitt). Fabege har 428 000 kvadratmeter kommersiella byggrätter, varav 60% i Solna och 20% i Stockholms kommun. I genomsnitt värderas dessa byggrätter till 3 000 SEK/kvm. I Hagastaden (mellan Stockholm och Solna) har byggrätter handlats omkring 20 000 SEK/kvm. Som tidigare ser vi 3 miljarder SEK av dolda värden i Fabeges byggnadsrätter.

Fastighetomsvärdering

Fastighetomsvärdering har varit och kommer att vara den drivande kraften för Fabege framöver. Under första halvåret bidrog fastighetomsvärderingar till 5,3 miljarder SEK i vinst. Aktiekursen drabbades sedan hårt när uppskrivningarna av fastigheter bara uppgick till 2,5 miljarder SEK under Q4 av olika anledningar. Under Q3 var bara 20% av portföljen under granskning, men vi förväntar oss 40% för Q4. Endast ett projekt slutfördes under Q3, jämfört med de tre projekt vi estimerar kommer att slutföras under Q4. Vi förväntar oss även att avkastningen minskar marginellt från 4,17% till 4,12%.

Värdering

Om vi inkluderar de 3 miljarder SEK, som vi uppskattar det dolda värdet till, handlas aktien för närvarande till ett 2019p P/EPRA NAV på bara 77% (82% utan övervärde, medan sektorsnittet ligger på 81%). Vi baserar vår riktkurs på 12 månaders NAV, där tidsvärdet bidrar till att vi höjer riktkursen till 145 SEK (143). Aktien är fortfarande attraktiv och vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/08 06:25 (GMT)

Trelleborg

Rek: KÖP

Riktkurs: 206 SEK

Pris: 146,30 SEK

Analytiker: Douglas Lindahl

Inför Q4

Vi uppdaterar våra estimat inför resultaten från Q4 2018 (presenteras 13 februari), genom att sänka VPA för hela 2018 med 0,6%. Framöver förutspår vi en svagare organisk tillväxt och marginalutveckling på grund av en ökad orolighet inom makroekonomin. Vi justerar VPA för 2018-20p med, i genomsnitt, -3,1% och sänker riktkursen med -9,6%. Vi anser att riskbelöningen är mycket attraktiv eftersom marknaden i princip bara prissätter värdet av Sealing Solutions (cirka 55% av koncernens EBIT). Vi lyfter även fram Trelleborgs M&A-potential med tanke på deras solida balansräkning och starka förflutna. Vi upprepar Köp men sänker riktkursen till 206 SEK (228).

Höjd osäkerhet gällande tillväxt i nya estimaten

Trelleborgs försäljning har vanligtvis ökat med en takt som motsvarar den globala BNP-tillväxten, och vi antar nu att Trelleborg kommer att ha en organisk tillväxt på 1,8% för 2018-20p. Det är i genomsnitt 1,3 procentenheter under Bloombergs konsensus över den globala reala BNP-tillväxten för 2018-20p och kan jämföras med Trelleborgs 15-åriga historiska genomsnitt på organisk tillväxt på 1,9%. Vi sänker även vår långsiktiga (efter 2022p) organiska tillväxttakt från i genomsnitt 2,1% till 1,8%, samtidigt som vi sänker kassaflödestillväxten från 2,5% till 2%. I enlighet med dessa tillväxtjusteringar, sänker vi vår justerade EBIT-marginal med, i genomsnitt, 0,4 procentenheter efter 2018p.

Värdering

Vi sänker vår riktkurs då vi sänker vår VPA-prognos för 2018-20p med, i genomsnitt, 3,1%. Vår riktkurs är baserad på genomsnittet av en kassaflödesanalys (WACC 7,6%); summan-av-delarna värdering; konkurrentanalys och 13x EV/EBIT-multipel för 2019p. Vi upprepar Köp men sänker riktkursen till 206 SEK (228).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/10 06:01 (GMT)

Dustin Group

Rek: KÖP

Riktkurs: 100 SEK

Pris: 80,70 SEK

Analytiker: Knut-Erik Lovstad

På rätt väg

Dustin rapporterade en justerad EBITA för Q1 som var cirka 5% bättre än förväntningarna, drivet av mycket solid intäktsstillväxt inom SMB (små och medelstora företag) och LCP (stora bolag och offentlig sektor), utan att kompromissa på marginalerna. Vi bedömer att Dustin är väl positionerat för att fortsätta den starka utvecklingen och upprepar därför Köp och riktkursen 100 SEK.

Q1 bättre än förväntan

Dustin rapporterade intäkter för Q1 2019 på 3 127 MSEK (2 592 MSEK Q1 2018) med en justerad EBITA på 162,3 MSEK (130,9 MSEK), vilket var cirka 5% bättre än förväntningarna. Organisk tillväxt uppgick till 5,9% (8,8%). Det operativa kassaflödet, exklusive förändringar i rörelsekapital, uppgick till solida 106 MSEK (81), men högre kundfordringar och lager till följd av ökade affärsvolymerna ökade rörelsekapitalet med 158 MSEK.

Stark tillväxt för SMB

Segmentet SMB fortsatte den starka tillväxten med intäkter på 1 413 MSEK (1 060 MSEK), vilket var över vår prognos på 1 325 MSEK. EBITA uppgick till 160,5 MSEK, vilket översteg vårt estimat på 154 MSEK. Marginalen på 11,4 % var en tiondel lägre än vår förväntan beroende på förvärvade, men ännu inte fullt integrerade bolag.

EBITA-marginal överraskade positivt för LCP

Segmentet LCP genererade också intäkter över förväntan på 1 522 MSEK (1 348 MSEK) med en EBITA på 99,3 MSEK (88 MSEK), vilket var väl över vår prognos på 86 MSEK. Marginalen uppgick till 6,5%, vilket var väl över vårt estimat på 6%. Den utmanande konkurrenssituationen, särskilt i Finland, kvarstod under Q1 samtidigt som kvartalet belastades av nytecknade ramavtal med initialt lägre marginaler. Sammantaget utvecklades dock LCP väl i alla marknader.

Köp upprepas med 100 SEK i riktkurs

Vi bedömer att konsensusestimaten kommer att höjas efter den mycket solida Q1-rapporten. Dustin är väl positionerat för att agera som en konsoliderare i de nordiska och nederländska SMB-segmenten när IT-marknaden transformeras från en traditionellt fysisk infrastruktur till ett mer molnbaserat tjänsteerbjudande. Vi bedömer att Dustin kan öka intäkterna med cirka 50% till 2022p genom att utöka produkterbjudandet, öka andelen produkter under eget varumärke samt genom att expandera till nya geografiska marknader. Vi upprepar Köp med riktkursen 100 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/09 09:21 (GMT)

Catena Media

Rek: KÖP

Riktkurs: 150 SEK

Pris: 89,40 SEK

Analytiker: Hjalmar Ahlberg

Inför Q4

Vi har sänkt våra estimat något inför Catena Medias bokslutsrapport den 7 februari, då vi tror att tillväxten från sportspel i USA kommer att motverkas av lägre tillväxt från betalda intäkter. Effekten på våra estimat är dock begränsad (EBITDA ned med 1,2% 2018 och 0,3% 2019p) och vi lämnar riktkursen på 150 SEK oförändrad och upprepar Köp.

USA adderar tillväxt i Q4

Vi förväntar oss att Catena Media visar stigande intäkter från USA under Q4, då sportspel online i New Jersey var fullt i drift under kvartalet medan Q3 bara inkluderade intäkter från september. Dock förstår vi att bolaget har fortsatt att skära ner på betalda intäkter då annonseringskostnader har fortsatt att öka. Vi har därför dragit ner vårt estimat för betalda intäkter under Q4 2018, vilket vi förväntar oss utgör 11% av intäkterna jämfört med 13% Q3 2018 och 14,5% Q2 2018. Sammantaget förväntar vi oss att Catena Media når 27,8 MEUR i intäkter för Q4 2018, upp från 20,1 MEUR för Q4 2017, men mer eller mindre oförändrat jämfört med 27,7 MEUR för Q3 2018. Även om lägre betalda intäkter håller tillbaka tillväxten har det begränsade effekter på resultatet. Dock fanns en positiv engångseffekt på 0,25 MEUR under Q3 2018, vilket är anledningen till att vi tror att EBITDA minskar till 13,2 MEUR jämfört med 13,6 MEUR för Q3.

Oväntat, men odramatiskt byte av CFO

I fredags meddelades att CFO Pia-Lena Olofsson lämnar och att Erik Edeen utsetts till tillförordnad CFO. Även om det var oväntat förstår vi det som att bytet är odramatiskt och att bakgrunden är att Catena Media letar efter en CFO med annat ledarskap och expertis.

USA ger stöd, Köp upprepas

Med bara mindre ändringar av estimaten lämnar vi riktkursen oförändrad på 150 SEK. Riktkursen baseras på genomsnittet av en kassaflödesvärdering (WACC 9,8%, långsiktig EBITDA-marginal 40%) och EV/EBIT (14x 2019p), plus uppsida från förvärv. Vår positiva syn på Catena Media baseras på stark tillväxtpotential för sportspel i USA över de kommande åren. Vi förväntar oss en årlig intäktstillväxt på 28% för 2018-2020p och att EBITDA växer 41% från 51,3 MEUR 2018p till 72,2 MEUR för 2020p, vilket gör nuvarande värdering (10-11x 2019-2020 EBITDA) attraktiv. Vi upprepar Köp och riktkursen 150 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/08 06:06 (GMT)

Bulten

Rek: KÖP

Riktkurs: 105 SEK

Pris: 95,50 SEK

Analytiker: Mats Liss

Stödjande möjligheter

Vi förväntar oss att Bulten överpresterar jämfört med den globala bilproduktionen på grund av deras orderbok av "full service provider-kontrakt" (FSP), vilka står för cirka 20% av nuvarande försäljning. Vi uppskattar även det kostnadseffektiva skapandet av en plattform i USA och möjligheterna som skapas genom övergången till elfordon. Dock, sänker vi fortfarande våra estimat och riktkurs till följd av svagare utsikter inom fordonindustrin vilket resulterar i en estimatsänkning på omkring 10%. Vi upprepar Köp och sänker riktkursen från 115 SEK till 105 SEK.

FSP-kontrakt representerar 20% av försäljning

Möjligheter för Bulten att få in mer affärer verkar lovande, då FSP-kontrakt fortfarande endast står för en begränsad del av den totala marknaden. Vidare, den kostnadseffektiva plattformen som Bulten byggt i USA tillsammans med deras partner Ramco, kan lägga till cirka 10% på försäljningen innan 2020p, speciellt då Volvo och Ford är viktiga kunder i Europa.

Ökar kapacitet för att hantera nya kontrakt

Bulten genomgår för närvarande ett investeringsprogram, där de ökar kapaciteten för att hantera möjligheterna som skapats genom deras FSP-strategi. Dessa investeringar inkluderar en ny fabrik i Polen, som kommer att vara klar under 2019. Under året har Bulten även bestämt att de kommer flytta sin produktion i Kina för att hantera nya kinesiska kontrakt. Flytten kommer att vara klar under 2019.

Elfordon ökar användningen av fästanordningar

Bulten ser även en ökning i användningen av fästanordningar för elfordon, och använder den nya Jaguar I-Pace som ett exempel på hur leverantörsvärdet av fästanordningar ökar med omkring 40%. Den främsta anledningen är ökad användning inom karosskonstruktion då vikten av batteriet i en elbil innebär en högre användning av aluminium.

Tillväxtmöjligheter stödjer

Trots sina tillväxtmöjligheter handlas Bulten till 8x EV/EBIT, vilket vi tycker är attraktivt givet de positiva möjligheterna framåt. Bolagets finansiella position är även den stark och de har inga skulder, vilket öppnar upp för förvärv, aktieåterköp, etc. De är även högt rankade gällande förvärvsmöjligheter, då sektorn har konsoliderat mycket under senare år. Vi upprepar Köp och sänker riktkursen från 115 SEK till 105 SEK. Vår riktkurs är främst baserad på en DCF (WACC: 10%, EBITDA-marginal: 10%, och en slutlig tillväxt på 3%) samt till en mindre grad en jämförelsevärdering.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/01/11 06:30 (GMT)

Bolagsrapporter kommande vecka

Dag	Period	Bolag
Torsdag	Q1	Chris Hansen

Makrostatistik kommande vecka

Måndag			Period
SE	06:00	Mäklarstatistik: bostadspriser	dec
SE	08:30	SEB: Boprisindikator	
SE	09:30	SCB: KPI	dec
EMU	11:00	Industriproduktion	nov
CH		Handelsbalans	dec
SE		Talmansrunda, förslag till statsminister läggs i kammaren	

Tisdag			Period
DE	10:00	BNP	2018
EMU	11:00	Handelsbalans	nov
USA	14:30	Empire manufacturing index	jan
USA	14:30	PPI	dec

Onsdag			Period
JP	00:50	Maskinorder	nov
USA	14:30	Detaljhandel	dec
USA	16:00	NAHB husmarknadsindex	jan
USA	20:00	FED: Beige Book	

Torsdag			Period
EMU	11:00	KPI (def)	dec
USA	14:30	Philadelphia Fed Index	jan
		Olja: Opec månadsrapport	

Fredag			Period
JP	00:30	KPI	dec
JP	05:30	Industriproduktion (def)	nov
SE	09:00	Valueguard: bopriser	
USA	15:15	Industriproduktion	dec
USA	16:00	Michiganindex (prel)	jan
	10:00	Olja: IEA månadsrapport	

Viktig information

Investeringsrekommendationer som berörs i denna sammanfattning är distribuerad av Swedbank Strategi & Allokering, en del av Group Savings. Informationen i sammanfattningen baseras på investeringsrekommendationer producerade av KEPLER CHEUVREUX. För viktig KEPLER CHEUVREUX information, vänligen besök <https://research.keplercheuvreux.com/login>.

Swedbank Group Savings är ett affärsområde inom Swedbank AB (publ) (hädanefter kallat Swedbank). Swedbank står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands tillsynsmyndighet (Finantsinspektioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras detta dokument av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller förlita sig på detta dokument. Med "relevanta personer" avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) enligt the Financial Promotions Order.
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmuntran att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

KEPLER CHEUVREUX:s rekommendationsstruktur

KEPLER CHEUVREUXS aktieanalysavdelnings rekommendationer och riktkurser utfärdas i absoluta termer, inte relativt något angivet index. En akties rekommendation bestäms efter bedömning av den förväntade uppsidan eller nedsidan av aktien på 12 månaders sikt och härleds från analytikerns riktkurs samt mot bakgrund av företagets riskprofil. KEPLER CHEUVREUXS rekommendationer definieras enligt följande:

Köp: Den förväntade uppsidan beräknas komma att bli minst 10 % över de kommande 12 månaderna (minimikravet på uppsidan kan vara högre mot bakgrund av företagets riskprofil).

Behåll: Den förväntade uppsidan understiger 10 % (den förväntade uppsidan kan vara högre mot bakgrund av företagets riskprofil).

Minska: Det finns en förväntad nedsida.

Acceptera bud: I samband med ett, helt eller delvis, övertagandebud, tvångsinlösen eller likande köpförslag anses anbudspriset återspegla aktiens korrekta värde.

Avvisa bud: I samband med ett, helt eller delvis, övertagandebud, tvångsinlösen eller likande köpförslag anses anbudspriset undervärdera aktien.

Under granskning: En händelse har inträffat med en förväntad signifikant påverkan på vår riktkurs och vi kan inte utfärda en rekommendation innan den nya informationen har bearbetats och/eller när det saknas en ny.

Ingen rekommendation: Aktien täcks inte.

Begränsad: En rekommendation, riktkurs och/eller finansiell prognos visas inte längre på grund av regelefterlevnad och/eller med hänsyn till andra regleringar.

Rekommendationer och riktkurser kan ibland/tillfälligt vara inkonsekventa med ovanstående definitioner på grund av aktiekursers volatilitet.

KEPLER CHEUVREUX:s värderingsmetodik och risker

Om inget annat anges i denna sammanfattning bestäms och baseras riktkurser och investeringsrekommendationer på fundamentala analysmetoder och bygger på vanliga värderingsmetoder så som kassaflödesvärdering (DCF), värderingsmultipeljämförelse historiskt och med konkurrenter samt Dividend Discount Model (DDM).

KEPLER CHEUVREUXS värderingsmetodiker och modeller kan i hög grad vara beroende av makroekonomiska faktorer (så som råvarupriser, växelkurser och räntor) likväl som andra externa faktorer inklusive beskattning, reglering och geopolitiska förändringar (så som förändringar av skattepolitik, strejker eller krig). Dessutom kan investerarens förtroende och marknadens sentiment påverka värderingen av företagen. KEPLER CHEUVREUXS värdering baseras även på förväntningar som snabbt kan förändras utan förvarning beroende på utveckling som är specifik för enskilda industrier. Beroende på vilken värderingsmetod som används finns det en betydande risk för att riktkursen inte kommer nås under den förväntade tidsperioden.

KEPLER CHEUVREUXS aktieanalyspolicy är att uppdatera rekommendationer när det anses lämpligt mot bakgrund av nya resultat, marknadens utveckling och all relevant information som kan påverka analytikerns syn och åsikt.

Potentiella intressekonflikter

Swedbank regleras av interna organisatoriska och administrativa regelverk samt riktlinjer som inrättats i syfte att undvika, identifiera, dokumentera och hantera potentiella intressekonflikter som kan uppstå inom Swedbank, vilka är tillgängliga på begäran.

Dessa regelverk inkluderar bland annat: informationsbarriärer, kontakt med KEPLER CHEUVREUX:s aktieanalysavdelning, deltagande i investmentbanksaffärer och översyn samt granskning av analysprodukter. Anställda, som distribuerar investeringsrekommendationer, får som regel inte inneha

aktier eller ha någon position (lång eller kort, direkt eller via derivat) i de aktier eller aktierelaterade instrument i de bolag som KEPLER CHEUVREUX analyserar och som Swedbank distribuerar.

Företagsspecifika tillkännagivanden & potentiella intressekonflikter

Omnämnda bolag	ISIN	Tilkännagivanden (se nedan)
SKF	SE0000108227	Inga tillkännagivanden
Lundin Petroleum	SE0000825820	Inga tillkännagivanden
Nordea Bank	FI4000297767	7
Volvo	SE0000115446	Inga tillkännagivanden
SEB AB	SE0000148884	7
Fabege	SE0011166974	3
Trelleborg	SE0000114837	Inga tillkännagivanden
Dustin Group	SE0006625471	Inga tillkännagivanden
Catena Media	MT0001000109	3
Bulten	SE0003849223	Inga tillkännagivanden

Förklaring:

1. Swedbank innehar, äger eller kontrollerar 1 % eller mer av bolagets totala emitterade aktiekapital;
2. Bolaget innehar eller äger, direkt eller indirekt, 5 % eller mer av Swedbanks totala emitterade aktiekapital;
3. Swedbank har ett pågående eller ett slutfört publikt investmentbanking-uppdrag med bolaget;
4. Swedbank har ingen pågående eller slutförd publik investmentbanking-uppdrag med bolaget. Med tanke på Swedbanks position på dess marknad bör läsaren dock anta att Swedbank för närvarande söker (eller kommer att söka inom de närmaste tre månaderna och framåt) tillhandahålla konfidentiell investmentbanking-uppdrag för bolaget;
5. Swedbank äger en lång nettoposition som överskrider tröskeln på 0,5 % av emittentens totala emitterade aktiekapital;
6. Swedbank äger en kort nettoposition som överskrider tröskeln på 0,5 % av emittentens totala emitterade aktiekapital;
7. Swedbank är marknadsгарant för eller tillhandahåller likviditet i emittentens finansiella instrument.

Viktig information om KEPLER CHEUVREUX och Swedbank

Denna sammanfattning är distribuerad i enlighet med ett exklusivt samarbetsavtal mellan KEPLER CHEUVREUX och Swedbank om produktion och distribution av investeringsrekommendationer i vissa Europeiska marknader till kunder i Swedbank.

Sammanfattningen är producerad av Swedbank och baseras på investeringsrekommendationer tillhörande och producerade enbart av KEPLER CHEUVREUX. Investeringsrekommendationer omnämnda i denna sammanfattning är INTE en produkt av Swedbank och samarbetsavtalet innebär inte att Swedbank har någon inblandning i KEPLER CHEUVREUX analys. Därmed har enbart KEPLER CHEUVREUX kontroll över innehållet i investeringsrekommendationerna som denna sammanfattning baseras på och är ansvarig för regelefterlevnaden av tillämpliga lokala lagar, regler och bestämmelser förknippade med investeringsrekommendationerna. Swedbank utövar ingen kontroll över innehållet och/eller de åsikter som uttrycks i investeringsrekommendationerna som denna sammanfattning baseras på.

Mångfaldigande och spridning

Materialet i detta dokument får inte mångfaldigas utan KEPLER CHEUVREUX och Swedbanks medgivande. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Adress

Group Savings, Swedbank AB (publ), 105 34 Stockholm.
Besöksadress: Malmskillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm.