

Aktienytt

Aktieanalys - fredag den 8 februari 2019

Marknadskommentar

Pressad börsvecka

De ledande börserna på Wall Street föll på torsdagen efter förnyad pessimism över den globala tillväxten och handelskriget mellan USA och Kina. Även Tokyo-börsen följde efter och föll drastiskt under fredagsmorgonen med anledning av minskat hopp för handelssamtalen, men även på grund av dämpade europeiska prognoser. Stockholmsbörsen öppnade veckans sista handelsdag kring nollan och är i skrivande stund, fredag klockan 14:00, upp 0,1% för veckan.

Investeringsstrategi

2019 har mer att ge

- Förhoppningar om handelsavtal har skapat optimism
- Fed har mjuknat och uppvisar en tydlig marknadsnärvaro
- Sverige till övervikt, ökar övervikten i Tillväxtmarknader

Nordea Bank

Rek: **KÖP**

Riktkurs: 9,30 EUR

Pris: 7,97 EUR

Vinstestimat ned 2-4% efter rapporten

Nordea rapporterade Q4-resultatet igår och som väntat, på grund av den hårda miljön, misslyckades de leverera gällande intäkterna. På grund av den svaga rapporten sänker vi våra vinstestimat för 2019-20p med 2-4%. Vi upprepar Köp och riktkursen 9,3 EUR.

Veckans bolag

Bolag	Rek.	Riktkurs	Pris	Analytiker
Nordea Bank	Köp	9,30 EUR	7,97 EUR	Robin Rane
Assa Abloy	Köp	211 SEK	189 SEK	Markus Almerud
Danske Bank	Köp	170 DKK	125 DKK	Robin Rane
Stora Enso	Köp	15 EUR	12,11 EUR	Mikael Jafs
Alfa Laval	Behåll	210 SEK	189 SEK	Johan Eliason
Intrum	Köp	295 SEK	259 SEK	Robin Rane
MTG	Köp	345 SEK	306 SEK	Stefan Billing
JM	Köp	210 SEK	177 SEK	Jan Ihrfelt, CFA
Catena Media	Köp	138 SEK	77 SEK	Hjalmar Ahlberg

I fokus nästa vecka

Rapportsäsongen fortsätter och vi väntar räntebesked från Riksbanken. Vi börjar även få in BNP-siffror från Europa och USA.

Börsnoteringar

veckans förändring

Räntor och valutor

veckans förändring

Marknadskommentar

Avstämning kl. 14:00

OMXSPI	↑	0,1%	OMXS30	↑	0,1%	DJIX	↑	0,4%	NASDAQ	↑	0,3%
568,4			1526,6			25169,5			7288,4		

SE10Y	↓	-6	US10Y	↓	-5	USD/SEK	↑	1,9%	EUR/SEK	↑	1,0%
0,323 %			2,637 %			9,25			10,50		

Pressad börsvecka

Under torsdagen meddelade USAs president, Donald Trump, att han inte kommer att träffa Kinas president, Xi Jinping, innan tidsfristen för vapenvilan i handelskonflikten löper ut den 1 mars. Det innebär att sannolikheten för att nå ett avtal innan dess minskat, vilket dämpat riskklimatet på börserna och pressat ned amerikanska räntor någon punkt. I Europa sade EU-rådets ordförande, Donald Tusk, att första prioritet är att minimera risken för att Storbritannien lämnar EU utan ett avtal. Vidare sade Tusk att det är sannolikt att få till en lösning men att gränsen mellan Nordirland och Storbritannien fortsätter vara ett svårt problem att lösa. Samtidigt meddelande brittiska centralbanken som väntat att styrräntan lämnas oförändrad, men reviderade ned tillväxt- och inflationsprognoser med hänvisning till osäkerheten kring just Brexit.

Efter att rapportsäsongen tog en tillfällig paus i måndags steg Stockholmsbörsen kraftigt dagen efter med rapporterade Assa Abloy i spetsen. Assa Abloy, som under veckan har stigit med ungefär 11%, rapporterade ett resultat i det fjärde kvartalet som var i linje med marknadens förväntningar, men där den organiska tillväxten överträffade prognoserna med särskilt stark försäljningsökning i Nord- och Sydamerika samt Asien. Mätteknikföretaget Hexagons kvartalssiffror var däremot nästan exakt som analytikerna väntat sig, men aktien har ändå lyft med nästan 5% under veckan. En förklaring kan vara lättnad, då aktien backat fyra handelsdagar i rad före rapporten. Krisdrabbade spelutvecklaren Starbreeze gav ifrån sig livstecken efter börsstängning på tisdagen. Bolaget har tecknat ett distributionsavtal med Universal Games om mobilspelet Payday: Crime War, vilket räckte för att höja aktien med 66%. Securitas redovisade under torsdagen förvisso ett rörelseresultat som var högre än väntat, men bolaget sjösatte samtidigt ett åtgärdsprogram som uppfattades som defensivt. Aktien har backat ungefär 2% under veckan. Ännu sämre har det gått för Alfa Laval, som under veckan har backat med mer än 8%, med anledning av ett bokslut som var överlag sämre än väntat. Skanska rapporterade under fredagen ett resultat över förväntningarna men utdelningen sänktes oväntat.

På den amerikanska bolagsfronten är Googles moderbolag Alphabet i dagsläget ned 3% även fast kvartalsrapporten visade ett resultat per aktie som var högre än analytikernas förväntningar. Spotify är ned ungefär 5% efter onsdagens kvartalsrapport. Nordea och JP Morgan har sänkt sina riktkurser för streamingbolaget. Snap, bolaget bakom Snapchat, har däremot ökat med mer än 20% under veckan. Antalet dagliga användare under kvartalet var exakt samma som under det tredje kvartalet, trots att bolaget tidigare meddelat att de förväntade sig att antalet användare har minskat.

2019 har mer att ge

- Förhoppningar om handelsavtal har skapat optimism
- Fed har mjuknat och uppvisar en tydlig marknadsnärvaro
- Sverige till övervikt, ökar övervikten i Tillväxtmarknader

Neutral aktieallokering kvarstår, förändringar under ytan

I januari valde vi att stå kvar med en neutral aktievikt trots den slående nervositeten och rädslan som präglade marknaderna i slutet av förra året. De globala aktiemarknaderna har rivstartat 2019 och stämningen bland investerare har förändrats tydligt. Med en stärkt vy att 2019 blir ett hyggligt år lyfter vi Sverige till övervikt samtidigt som vi ökar vårt bet i Tillväxtmarknader.

Se en presentation i Utblick

[Investeringsstrategi och marknad](#)

Eller läs mer i Aktiellt

[2019 har mer att ge](#)

Nordea Bank

Rek: KÖP

Riktkurs: 9,30 EUR

Pris: 7,97 EUR

Analytiker: Robin Rane

P/E 18	11,8
P/E 19	9,0
P/E 20	8,1
EV/EBIT 18	10,4
EV/EBIT 19	7,3
EV/EBIT 20	6,3
Utdelning per aktie 18	1,50 SEL
Utdelning per aktie 19	1,80 SEK
Utdelning per aktie 20	2,00 SEK
Direktavkastning 18	3,4%
Direktavkastning 19	5,0%
Direktavkastning 20	5,6%
Net Debt/EBITDA 18	1,0
Net Debt/EBITDA 19	0,5
Net Debt/EBITDA 20	0,1

Vinstestimater ned 2-4% efter rapporten

Nordea rapporterade Q4-resultatet igår och som väntat, på grund av den hårda miljön, misslyckades de leverera gällande intäkterna. På grund av den svaga rapporten sänker vi våra vinstestimater för 2019-20p med 2-4%. Vi upprepar Köp och riktkursen 9,3 EUR.

Tuffa tider

De svaga försäljningssiffrorna var ett tema för kvartalet, med en underliggande tillväxt av intäkter som var svagare än konsensus förväntningar. Under gårdagens presentation förklarade vd, Von Koskull, att han inte är nöjd med intäkterna under 2018, som var 6% lägre än 2017. Enligt vd:n kan minskningen förklaras med ett hårdare marknadsklimat, nya regelverk samt för mycket internt fokus på att stärka banken och deras position. Vi förväntar oss de kan dra nytta av en betydande hävstångseffekt när de lyckas vända utvecklingen av försäljningen, men de skulle säkerligen uppskatta lite medvind. Vi förväntar oss att även 2019p blir tufft för Nordea gällande intäktsmomentum. Vi förväntar oss att intäkterna minskar till 8,7 miljarder EUR, ned från 9 miljarder EUR. Dock, med utgångspunkt i Q4 2018 förväntar vi oss att intäkterna skall öka med omkring 6% under 2019p.

Vinstestimater ned 2-4% för 2019-20p

Efter rapporten sänker vi vinstestimaten med 2-4% för 2019-20p främst på grund av provisionsnettot samt tradingnettot som var under förväntan. Vi lägger även till estimaten för 2021p, där vi förväntar oss en låg vinsttillväxt på omkring 5,8% 2021p, jämfört med 2020p, drivet av en tillväxt på 3% av de totala intäkterna, kostnadsbesparingar på 1,6% och en signifikant ökning av kreditförluster med 24%.

Värdering

Nordea handlas för närvarande till en P/E 2020p på 10x och P/TBV 2020p på 1,14x, enligt våra estimater, jämfört med konkurrenternas medelvärde på 11,1x och 1,44x. Vi förväntar oss en direktavkastning på mellan 8,5-9,5% för 2018-21p. Vi använder oss av en summan-avdelarna modell för att räkna ut riktkursen. Vi har rekommendationen Köp och riktkursen 9,30 EUR.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/07 07:00 (GMT)

Assa Abloy

Rek: KÖP

Riktkurs: 211 SEK

Pris: 189 SEK

Analytiker: Markus Almerud

Smarta lås driver tillväxten

Med stark tillväxt inom smarta lås och det pågående skiftet mot elektroniska lås accelererade Assas organiska tillväxt under Q4 och vi förväntar oss att tillväxten förblir över genomsnittet under de kommande åren. Trots att det är för tidigt att kalla det en trend, är det positivt att Kina levererade en positiv organisk tillväxt och med 19 förvärv under 2018 (av vilka fem var under Q4) visar bolaget att förvärvssituationen är intakt. Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 211 SEK (207).

Bättre än förväntad organisk tillväxt

Sedan 2011 har Assa växt med 6% vid enbart ett tillfälle. Skiftet mot elektroniska lås (elmech) har fortsatt. Elmech växte med 20% under 2018 och med 30% under Q4. Det snabbast växande segmentet inom elmech är smarta lås för bostäder, där de sålt över 2,5 miljoner lås och genererat intäkter över 2,5 miljarder SEK (3% av försäljningen).

Kina har vänt

Överraskande nog har Kina vänt till positiva siffror och redovisade en organisk tillväxt på 4% för kvartalet. Även om VD:n anser att det är för tidigt för att kalla det en vändning i Kina och att Kina enbart står för cirka 6% av försäljningen och 2-3% av EBIT, så är det viktigt för sentimentet – det har varit en av de drivande faktorerna för aktiekursen under de föregående åren.

Förvärven fortsätter

Ett av de största orosmomenten för Assa har varit deras förmåga att växa genom förvärv. Bolaget gjorde 19 förvärv under 2018 (fem under Q4) vilket tillför försäljningssiffror på 3,8 miljarder SEK (nära 5% av försäljningen 2018) och visar på att förvärvssituationen är intakt.

Vi höjer riktkursen och upprepar Köp

Vi gör marginella förändringar av estimaten och höjer riktkursen, som är baserad på ett genomsnitt av 22x P/E och 16x EV/EBIT för resultatet 2022p, inklusive förvärv, diskonterat till 2018, samt en kassaflödesvärdering med WACC på 8%, LT-marginal på 16,5% och LT-tillväxt på 3%. Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 211 SEK (207).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/06 07:01 (GMT)

Danske Bank

Rek: KÖP

Riktkurs: 170 DKK

Pris: 125 DKK

Analytiker: Robin Rane

Sänkt vinstestimat, sänkt riktkurs

Vi fick inte särskilt mycket ny information kring penningtvättsskandalen (AML) i samband med fredagens rapport. Ledningens utsikter för nettoresultatet 2019, i intervallet 14-16 miljarder DKK, var lägre än vårt estimat. Som en följd sänker vi vårt estimat med 5,3% och sänker också riktkursen till 174 DKK (170). Att aktien steg med 5,2% visar att aktiemarknaden inte är så bekymrad över den finansiella utvecklingen utan mer för eventuella nyheter relaterade till penningtvättsskandalen. Apropå det ämnet bedömer vi att aktiemarknaden har prisat in för stora problem. Vi upprepar Köp och sänker riktkursen till 170 DKK (174).

Inte mycket nytt gällande AML

Det är ett centralt tema, men inte särskilt mycket nytt kommunicerades kring de legala aspekterna av den estniska AML-skandalen. Ledningen sade att om ny information skulle ha uppstått under den interna utredningen skulle den ha kommunicerats till marknaden och att det inte är möjligt att uppskatta timingen eller storleken på de bötesbelopp som kan bli aktuella. Givet kapitalpositionen sade ledningen att de kan klara av alla böter som kan tänkas komma. Vi uppskattar att den totala kostnaden uppgår till cirka 20 miljarder DKK.

Estimat ned med 5,3%

I utsikterna för 2019 förväntar sig ledningen ett nettoresultat på 14-16 miljarder DKK och vi justerar därför ned våra estimat för 2019-2020p med 5,3% respektive 3,6%. Vi estimerar nu nettoresultatet till 15,9 miljarder DKK för 2019p.

Värdering

Till följd av de sänkta estimaten för 2020p sänker vi riktkursen till 170 DKK (174). Danske Bank handlas för närvarande till P/E 5,9x för 2020p och P/TBV på 0,69x enligt våra estimat, jämfört med branschsnittet på 10,6x och 1,36x. Vi värderar Danske bank med en 2020p summan-avdelarna. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/04 06:10 (GMT)

Stora Enso

Rek: KÖP

Riktkurs: 15 EUR

Pris: 12,11 EUR

Analytiker: Mikael Jafs

Svagt Q4-resultat

Stora Enso har gradvis arbetat sig bort från att vara en europeisk pappersproducent genom att bygga upp massfabriker i Latinamerika samt en kartongfabrik i Kina. Som ett resultat av det har det långsiktiga lönsamhetsmönstret förbättrats, något som vi förväntar oss fortsätter. Ytterligare åtgärder, som omvandlingen av pappersfabriken i Oulo till paketering samt introduktionen av flera nya produkter är också positivt. Q4-rapporten var dock under all förväntan. Vi upprepar Köp och riktkursen 15 EUR.

EBIT 15% under konsensus

Stora Enso rapporterade en EBIT på 271 MEUR för Q4 jämfört med konsensus på 318 MEUR och KECH på 322 MEUR, en miss på 15%. Resultatet drevs av operativa problem på sex fabriker, vilket resulterade i förluster på 40 MEUR på EBIT-nivå. Bolaget föreslår en utdelning på 0,5 EUR per aktie jämfört med konsensus på 0,52 EUR och KECH på 0,46 EUR.

Utsikter

Enligt vd förväntas 2019 vara i linje med 2018, förutsatt att de nuvarande handelsförhållandena inte förändras signifikant. Operativ EBIT för Q1 förväntas uppgå till mellan 260-350 MEUR. EBIT för hela året förväntas vara på ungefär samma nivå som 2018.

Vinstskyddsprogram

Stora Enso skall lansera ett vinstskyddsprogram på 120 MEUR, inriktat på att sänka de fasta och rörliga kostnaderna. Programmet kommer att omfatta alla avdelningar och bolagsfunktioner. Några effekter kommer att bli synliga redan under 2019 och full effekt förväntas till slutet av 2020. Capex-nivån för 2019 kommer även att minska med cirka 9% eller 50 EUR jämfört med föregående prognos.

Köp, riktkurs 15 EUR

Bolagets strategiskifte har resulterat i en kraftig ökning av avkastning på eget kapital från de senaste årens 6% till dagens 13%. Vi använder målmultipeln P/B 1,6x på medellång sikt. Vi anser inte att den förbättrade avkastningen sedan 2013 återspeglas fullt ut i värderingsmultiplarna. Vi upprepar Köp och riktkursen 15 EUR.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/04 06:12 (GMT)

Alfa Laval

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 210 SEK

Pris: 189 SEK

Analytiker: Johan Eliason

Q1 – sista rycket för scrubbers

Q4-resultatet var i linje med våra förväntningar, men då vi är något försiktigare i och med Alfa Lavals exponering mot fartygskonstruktion, sänker vi vår VPA med 4-5% för 2019-20p. Balansräkningen fortsätter att vara stark men det var en besvikelse att det inte blir någon extrautdelning och vi kan bara hoppas att kassan inte spenderas på dyra förvärv. Toppen på cykeln ger inte mycket utrymme för multiplexpansion och vi sänker således riktkursen till 210 SEK (225) samt nedgraderar från Köp till Behåll.

Q4 i linje, men ingen extrautdelning

Q4-order kom in på 11 561 MSEK, +14% organiskt å/å och i linje med våra estimat. Energy och Food&Water slog däremot förväntningarna, medan Marine var under förväntningarna på grund av en miss med 500 MSEK gällande scrubbers, vilket innebär en halvering av beställningar q/q. Trots att vi förväntade oss en minskning av scrubbers var det här mer än vi uppskattade. Intäkterna rapporterades till 11 209 MSEK, +7% organiskt å/å och 2% under våra estimat. Underliggande EBITA på 1 902 MSEK, med en marginal på 17%, var i linje med våra estimat. Utdelningen föreslås till 5 SEK per aktie, något över förväntan, men ingen extrautdelning föreslogs trots att resurserna finns.

Riktkurs 210 SEK (225), nedgraderar från Köp till Behåll

Trots att vi förväntar oss att Marine återhämtar sig gällande antalet beställningar under Q1 2019, tror vi att detta kan vara det sista rycket för scrubbers, då de snart har sålt ut för hela 2020-21p, vilket begränsar tillväxtmöjligheterna. Vi tillämpar ett genomsnitt av de historiska värdena för 2011-13 med P/E 16x, EV/EBIT 11x och en kassaflödesvärdering när vi beräknar riktkursen. Vi sänker riktkursen till 210 SEK (225) samt nedgraderar från Köp till Behåll.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/07 06:00 (GMT)

Intrum

Rek: KÖP

Riktkurs: 295 SEK

Pris: 259 SEK

Analytiker: Robin Rane

På rätt väg

Intrum visade med Q4-resultatet i förra veckan att de är på rätt väg, avseende den utlovade vinststillväxten, genom att leverera starka siffror både för intäkter och rörelseresultat som slog både våra och konsensus förväntningar. Vi höjer VPA för 2020-2021p med 4,3-5,5%, vilket ger en VPA på 31 SEK för 2020p jämfört med ledningens mål på 35 SEK. Som en följd höjer vi riktkursen till 295 SEK (285) och upprepar Köp.

CMS-marginal väntas öka

Resultatet inom kredithanteringsaffären (CMS) ökade hälsosamt med en justerad EBIT-marginal som inte setts sedan Q4 2017, efter att ha tyngts av motgångar i Spanien. För 2019 förväntar vi oss att den underliggande marginalen ökar till 29,2% från 26,9% under 2018, då de förvärvade intäkterna börjar bidra och då fusionssynergier på 230 MSEK väntas ge resultat.

Investeringstakt saktar ner

Det bokförda värdet av portföljinvesteringar, inklusive Intesa-portföljen, var 29,6 miljarder SEK vid utgången av 2018 efter sammanlagda investeringar på 11,9 miljarder SEK under året. Då målet på 30 miljarder SEK i bokfört värde är inom räckhåll har ledningen sagt att investeringstakten kommer att minska under de kommande två åren. Vi förväntar oss att Intrum investerar 6,8-7,6 miljarder SEK under 2019-2021p. Vi lämnar estimatet för VPA oförändrat för 2019p, men höjer med 4,3-5,5% för 2020-2021p, då vi höjer marginalen inom Financial services något.

Hävstång väntas falla under 2019

Vi förväntar oss att den lägre investeringstakten kommer att vara gynnsam för skuldsättningsgraden som var 4,8x rullande 12 månaders EBITDA (kassaflödesmässigt). Vi förväntar oss att hävstången sjunker till 3,6x under 2019p genom ökat EBITDA-resultat och oförändrad nettoskuld. Hävstången är temporärt förhöjd med 0,2x, från fastighetstillgångar relaterade till Ibercaja-transaktionen, vilket väntas reverseras under 2019.

Värdering

Till följd av vinstrevideringarna höjer vi riktkursen till 295 SEK (285). Vi värderar Intrum enligt en DCF-modell. Baserat på våra estimat för 2020p handlas Intrum för närvarande till EV/EBITDA på 9,4x och P/E på 8,3x. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/05 06:13 (GMT)

MTG

Rek: KÖP

Riktkurs: 345 SEK

Pris: 306 SEK

Analytiker: Stefan Billing

Sänkt riktkurs med 15% till 345 SEK (405)

Vi lämnar de viktigaste estimerade värdena oförändrade efter Q4-resultatet, upprepar Köp men sänker riktkursen med 15% till 345 SEK (405), främst på grund av en lägre värdering av NENT. Vår nya riktkurs grundar sig i en kassaflödesbaserad summan-av-delarna-värdering med en COE på 9%.

Senaste utvecklingen

NENT, som kommer att knoppas av från MTG vid slutet av mars, avslutade Q4 med en justerad EBIT 2% under vår förväntan, trots att antalet prenumeranter ökade (främst tack vare en stark efterfrågan på originalserier från Viaplay). Ledningen prognostiserar för omkring 5% tillväxt inom försäljning samt lönsamhet från och med 2019 och vi lämnar våra EBIT-estimat oförändrade. Inom MTGx var intäkterna för e-sporter i linje med förväntningarna och förlusten minskade kraftigt under Q4. Ledningen guidar för positiv tillväxt redan under Q1 och att den förbättras ytterligare under 2019. Onlinespelsegmentet levererade cirka 10% lägre försäljningssiffror än förväntat, främst på grund av betydligt lägre intäkter från spelportalen Kongregate. Vi sänker således justerad EBIT för MTGx något för 2019-20p. Slutligen har vi justerat estimerade värden för utdelning per aktie på grund av beskedet att enbart NENT kommer att ge utdelning.

Köp upprepas, sänkt riktkurs med 15% till 345 SEK (405)

Vi sänker vårt rimliga värde för NENT med cirka 10%. Vår nya värdering som grundar sig i en COE på 9% (tidigare 8,25%) innebär en EV/EBIT på 11x för 2019p, vilket fortfarande reflekterar en premie på 35-40% jämfört med genomsnittet bland konkurrenterna. Vår nya riktkurs grundar sig i en kassaflödesbaserad summan-av-delarna-värdering med en COE på 9%. Vi upprepar Köp men sänker riktkursen med 15% till 345 SEK (405). Vi anser fortsatt att MTGx kommer att vara ett attraktivt uppköpsobjekt givet att deras e-sportverksamhet är den största i världen.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/07 06:34 (GMT)

JM

Rek: KÖP

Riktkurs: 210 SEK

Pris: 177 SEK

Analytiker: Jan Ihrfelt, CFA

Bättre marginaler

JM rapporterade starka marginaler under Q4, vilket dock inte är hållbart i JM Sverige. Nettoeffekten av bättre marginaler men färre byggstarter är att intäkterna försämras. Vi anser att överutbudssituationen kommer att avta inom 6-9 månader där JM står som en av vinnarna. Vi upprepar riktkursen 210 SEK och rekommendationen Köp.

Ledande fastighetsutvecklare

JM är den ledande fastighetsutvecklaren i Norden. Fokus ligger på nordiska huvudstäder och större städer i Sverige (89% av vinsten), Norge (10%) och Finland (1%) – i stort sett enbart bostadsrätter. JM producerar också hyreslägenheter. Portföljen består av fem projekt, av vilka två redan är färdigställda (Dahleum, Tjærtunnan och Alphyddan).

Försiktigare gällande byggstart och sålda enheter

Totalt var byggstartade enheter 5% under våra förväntningar. Skillnaden var som störst i JM Stockholm och JM Sverige där siffrorna var 18% under förväntan. Byggstarter representerar framtida försäljningar och det är tydligt att ledningen är "mjukare" gällande byggstarter än tidigare. En tumregel i branschen är "kan du sälja en enhet ska du börja bygga en enhet".

Omvärdering förklarar starka marginaler

JM rapporterade en försäljning som var 2% bättre än våra estimat, medan resultatet före skatt var 8% bättre. Detta innebär att marginalerna var starka. Dock, JM Construction rapporterade en förlust på 95 MSEK på grund av nedskrivningar, vilket inte var inräknat i vår prognos. Exkluderat detta var den underliggande vinsten 32% bättre än förväntningarna. Väldigt stark försäljning och väldigt goda marginaler i JM Sverige förklarar 2/3 av de positiva effekterna. De nuvarande marginalerna för JM Sverige är dock inte hållbara, då de något oväntat gynnades av positiva omvärderingseffekter under Q4 trots den svaga marknaden. Marginalerna var något över förväntan, dock var antalet byggstarter klart under förväntan, vilket innebär att vi lämnar vår VPA-prognos för 2019-20p relativt oförändrad.

Försiktiga värderingsantagningar, men fortfarande uppsida

Aktiens historiska 12m framåt P/E är 12x. Som tidigare tycker vi att en rabatt på 10% är rimlig på grund av den höga osäkerheten i marknaden vilket ger ett P/E på 10,8x. Vi upprepar vår Köprekommendation och riktkursen 210 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/05 06:22 (GMT)

Catena Media

Rek: KÖP

Riktkurs: 138 SEK

Pris: 77 SEK

Analytiker: Hjalmar Ahlberg

Q4 en besvikelse, men goda utsikter för 2019-2020

Catena Medias Q4-resultat var en besvikelse, lägre än förväntat på grund av ökande kostnader samt lägre intäkter än förväntat. Tillväxten inom sportspel i USA förväntas dock öka under 2019-20p och bolaget kommer att fokusera mer på organisk tillväxt med befintliga medel, vilket gör att utsikterna ser goda ut och vi upprepar Köp. Trots det måste vi höja kostnadsestimaten och sänka EBITDA för 2019-20p med 8%, vilket resulterar i att vi sänker riktkursen till 138 SEK (150).

Högre kostnader igen

Under de senaste kvartalen har Catena Media ökat kostnaderna eftersom de expanderar i USA, där det finns enorma expansionsmöjligheter till följd av att flera delstater legaliserat sportspel. Nu börjar intäkter från sportspel genereras i USA, och den första staten som legaliserade sportspel (New Jersey) bidrog till intäkterna under Q4 2018. Tillväxten utanför USA var dock lägre än väntat under kvartalet, främst på grund av lägre intäkter från Storbritannien samt lägre bidrag från betalda intäkter. Problemen i Storbritannien förväntas lösa sig under Q1 2019, men problemet med lägre bidrag från betalda intäkter förväntas kvarstå, det skall dock observeras att det enbart är en liten del av resultatet som påverkas av det, då lönsamheten är begränsad. EBITDA-marginalen för Q4 2018 på 43,8% var en besvikelse då vi förväntade oss en högre marginal. Bolaget är dock övertygande om att kostnaderna kommer att öka i en långsammare takt i framtiden och att de ökande intäkterna från USA kommer att förbättra lönsamheten under 2019-20p.

Sportspel i USA – en viktig tillväxtfaktor

Nyckeln till tillväxt för Catena Media är sportspel i USA. Tillväxt under 2019p kommer främst att vara från New Jersey under första kvartalet och sedan gradvis växa över året då Pennsylvania förmodligen kommer att bidra redan under Q2. Om vi ser mot 2020p kommer även New York att bidra, vilket är väldigt positivt.

2019-20p EBITDA ner 8%, sänkt riktkurs till 138 SEK (150)

Till följd av kostnaderna, som var högre än förväntat, höjer vi våra kostnadsestimat för 2019-20p. Tillsammans med lägre försäljningsestimat sänker vi även EBITDA-prognosen för 2019-20p med 8%. Vi sänker riktkursen till 138 SEK (150) och är fortsatt positiva. Vår riktkurs är baserad på genomsnittet av en kassaflödesvärdering (WACC 9,8%, långsiktig EBITDA-marginal 40%) och EV/EBIT (14x 2019p), plus uppsida från förvärv.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/08 06:11 (GMT)

Bolagsrapporter kommande vecka

Dag	Period	Bolag
Tisdag	Q4	Wihlborgs
Tisdag	Q4	Leo Vegas
Tisdag	Q4	Nyfosa
Tisdag	Q4	REC Silicon
Tisdag	Q4	XXL
Onsdag	Q4	Tele2
Onsdag	Q4	Sweco
Onsdag	Q4	Indutrade
Onsdag	Q4	Kindred
Onsdag	Q4	Klövern
Onsdag	Q4	Lindab
Onsdag	Q4	Boliden
Onsdag	Q4	Trelleborg
Onsdag	Q4	Munters
Onsdag	Q4	Veoneer
Onsdag	Q4	Victoria Park
Onsdag	Q4	Schibsted
Onsdag	Q4	Storebrand
Onsdag	Q4	Grieg Seafood
Torsdag	Q4	Diös
Torsdag	Q4	Kungsleden
Torsdag	Q4	Pandox
Torsdag	Q4	Haldex
Torsdag	Q4	Ahlström-Munksjö
Torsdag	Q4	Betsson
Torsdag	Q4	Mekonomen
Torsdag	Q4	Astra Zeneca
Torsdag	Q4	Kinnevik
Torsdag	Q4	Hufvudstaden
Torsdag	Q4	Karo Pharma
Torsdag	Q4	Lundin Mining
Torsdag	Q4	Salmar
Torsdag	Q4	Stockmann
Torsdag	Q4	Aker
Fredag	Q4	Hemfosa
Fredag	Q4	Saab
Fredag	Q4	Catena
Fredag	Q4	Atrium Ljungberg

Makrostatistik kommande vecka

Måndag			Period
SE	08:30	SEB: Boprisindikator	feb
EMU	15:00	Eurogruppmöte	

Tisdag			Period
USA	12:00	NFIB småföretagsindex Olja: Opec månadsrapport	jan

Onsdag			Period
EMU	11:00	Industriproduktion	dec
USA	14:30	KPI	jan
SE	09:30	Riksbanken: räntebesked och penningpolitisk rapport	
	10:00	Olja: IEA månadsrapport	

Torsdag			Period
JP	00:50	BNP (prel)	Q4
DE	08:00	BNP (prel)	Q4
EMU	11:00	Sysselsättning (prel)	Q4
EMU	11:00	BNP (prel)	Q4
USA	14:30	PPI	jan
USA	16:00	Lager osålda varor	nov
CH		Handelsbalans	jan

Fredag			Period
CH	02:30	KPI, PPI	jan
JP	05:30	Industriproduktion (def)	dec
EMU	11:00	Handelsbalans	dec
USA	14:30	Importprisindex	jan
USA	15:15	Industriproduktion	jan
USA	16:00	Michiganindex (prel)	feb

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 (Finantsinspektion).
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 uppmaning 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)
Nordea Bank	FI4000297767	7
Assa Abloy	SE0007100581	Inga tillkännagivanden
Danske Bank	DK0010274414	3
Stora Enso	FI0009005961	Inga tillkännagivanden
Alfa Laval	SE0000695876	Inga tillkännagivanden
Intrum	SE0000936478	1,3
MTG	SE0000412371	Inga tillkännagivanden
JM	SE0000806994	Inga tillkännagivanden
Catena Media	MT0001000109	3

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 aktiekapitalet;
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 marknadsgarant 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.