

Aktienytt

Aktieanalys - fredag den 8 mars 2019

Marknadskommentar

Nedåtgående börs

De ledande asiatiska börserna föll ordentligt under fredagen sedan kinesisk exportstatistik landade oväntat svagt, vilket fick de europeiska börserna att följa efter. Stockholmsbörsen tar rygg på omvärlden och bjuder på fallande kurser under handelsveckans sista dag. Wall Street fortsätter fallet för fjärde dagen i rad efter ECB-besked. I skrivande stund, fredag klockan 14:15, är breda OMX Stockholm ned 1,6% och storbolagsindexet, OMX30, ned 1,7% för veckan.

Kambi Group

Rek: KÖP

Riktkurs: 245 SEK

Pris: 150 SEK

Förlusten av 888 är en motgång

Till följd av 888:s förvärv av BrightBet och deras ambition att skifta mot en egen sportbok, sänker vi våra 2019-20p EBITDA-estimat med 4-9%. Vi vill dock påpeka att tillväxtpotentialen fortfarande är stark under de kommande åren med hänsyn till potentialen i USA. Vi sänker riktkursen till 245 SEK (275) men upprepar Köp.

Evolution Gaming

Rek: KÖP

Riktkurs: 812 SEK

Pris: 712 SEK

Vi uppgraderar till Köp

Vi uppgraderar Evolution Gaming till Köp (Behåll) då vi har omvärderat våra förväntade intäkter från de reglerade marknaderna, som vi nu tror kommer att växa under de kommande åren. Vi höjer även 2019-20p EBITDA med 2-5% till följd av en stark Q4-rapport och en positiv marginalprognos för 2019. Vi höjer riktkursen till 812 SEK (633), vilket innebär en uppsida på 18%.

Veckans bolag

Bolag	Rek.	Riktkurs	Pris	Analytiker
Kambi Group	Köp	245 SEK	150 SEK	Hjalmar Ahlberg
Evolution Gaming	Köp	812 SEK	712 SEK	Hjalmar Ahlberg
Nokia	Köp	6 EUR	5 EUR	Sébastien Sztabowicz
Maersk	Köp	11000 DKK	8546 DKK	Johan Eliason
Schibsted	Köp	340 NOK	342 NOK	Stefan Billing
Autoliv	Behåll	80 USD	78 USD	Alexandre Raverdy, CFA
ISS	Behåll	215 DKK	203 DKK	Aymeric Poulain
Balder	Köp	319 SEK	274 SEK	Jan Ihrfelt, CFA
Salmones Camanchaca	Behåll	93 NOK	86 NOK	Christian Nordby
Brinova	Behåll	19 SEK	18 SEK	Jan Ihrfelt, CFA

I fokus nästa vecka

Nästa vecka väntar vi KPI-siffror från SCB och det hålls ett Eurogruppmöte

Börsnoteringar

veckans förändring

Räntor och valutor

veckans förändring

Marknadskommentar

Avstämning kl. 14:00

OMXSPI	↓ -1,6%	OMXS30	↓ -1,7%	DJIX	↓ -2,1%	NASDAQ	↓ -2,3%
579,8		1553,3		25473,0		7421,5	

SE10Y	↓ -13	US10Y	↓ -12	USD/SEK	↑ 2,3%	EUR/SEK	↑ 1,0%
0,293 %		2,643 %		9,47		10,63	

Nedåtgående börs

Enligt Wall Street Journals och Bloomberg News källor ska USA och Kina vara nära att sluta ett avtal som kan lyfta alla, eller nästan alla, tullar mellan länderna, förutsatt att Kina lever upp till en rad åtaganden och även åtar sig att köpa mer amerikanska produkter. Ett möte mellan USAs president Donald Trump och Kinas president Xi Jinping ska enligt samma källor äga rum under slutet av mars månad. Kina har för övrigt utlovat skattesänkningar för att stimulera ekonomin.

Europeiska centralbanken, ECB, meddelande under torsdagen att räntorna kommer att lämnas oförändrade och att en räntehöjning kommer att dröja till efter årsskiftet. ECB meddelade också att det kommer erbjudas en serie nya långa lån. Även tillväxtprognosen för euroområdet BNP reviderades ned. Euron backade mot dollarn efter beskedet. I Sverige publicerade Svensk Mäklarstatistik har tidigt under torsdagen bostadsprisutvecklingen för februari månad som visade på stillastående bostadspriser.

Under måndagen förvarnade det finländska public service-bolaget YLE för ett kommande avslöjande om penningtvätt med koppling till Nordea. När innehållet i programmet blev tillgängligt på eftermiddagen framkom att de misstänkta penningtvättsaffärerna, vid Nordeas avdelning för internationella affärer i Köpenhamn, omfattade cirka 700 miljoner euro. Aktien är för veckan nere ungefär 3,5%. Nedåt har det även gått för konjunktur känsliga verkstadsbolag som Atlas Copco och SKF, som båda är nere ungefär 6% respektive 4,5% för veckan. Gruvbolagen har generellt sett gått svagt i Europa mot bakgrund av lägre basmetallpriser och konjunkturoro. Gruvbolaget Boliden är för veckan nere mer än 4%. I sektorn har även Lundin Mining rasat 7,4% efter medieuppgifter om att åklagare i Chile utreder misstankar om att lokala politiker mutats när Candelaria-gruvans tillstånd förlängdes 2015. Bolaget säger sig inte känna till någon granskning.

Operatören Telia har, avseende utveckling under veckan, tagit ledningen i storbolagsindexet OMX30 med en uppgång på mer än 3%. Sektorkollegan Tele2 är också ett av få bolag inom OMX30 som stigit under veckan, mer specifikt 1,85%. Swedish Match har även noterats marginellt upp efter att tobakssektorn avancerat i New York på tisdagen och därefter klättrat i Europa på onsdagen. Bakgrunden var att FDA-kommissionären Scott Gottlieb, som bland annat varit motståndare till e-cigarett, lämnat sitt uppdrag efter knappt två år på posten.

Bland mindre bolag föll Humana över 6% sedan Argan Capital sålt 8 miljoner Humana-aktier till kursen 65 kronor på onsdagskvällen och efter den senaste veckans kraftiga kursrörelser har Odd Molly backat ungefär 25%.

Kambi Group

Rek: KÖP

Riktkurs: 245 SEK

Pris: 150 SEK

Analytiker: Hjalmar Ahlberg

P/E 18	47,7
P/E 19	36,9
P/E 20	21,5
EV/EBIT 18	33,5
EV/EBIT 19	25,3
EV/EBIT 20	14,2
Utdelning per aktie 18	0 SEK
Utdelning per aktie 19	0 SEK
Utdelning per aktie 20	0 SEK
Direktavkastning 18	0,0%
Direktavkastning 19	0,0%
Direktavkastning 20	0,0%
Net Debt/EBITDA 18	-1,4
Net Debt/EBITDA 19	-1,6
Net Debt/EBITDA 20	-1,4

Förlusten av 888 är en motgång

Till följd av 888:s förvärv av BrightBet och deras ambition att skifta mot en egen sportbok, sänker vi våra 2019-20p EBITDA-estimat med 4-9%. Vi vill dock påpeka att tillväxtpotentialen fortfarande är stark under de kommande åren med hänsyn till potentialen i USA. Vi sänker riktkursen till 245 SEK (275) men upprepar Köp.

888 skiftar gradvis till egen sportbok

En av Kambis största klienter, 888, har förvärvat sportboksplattformen BrightBet med ambitionen att gå över till en egen sportbok under de kommande åren. Vi estimerar att 888 genererade ungefär 10-15% av Kambis intäkter under 2018 (cirka 8-10 MEUR) och således kommer förlusten att påverka intäkterna negativt under de kommande åren. Dock kommer effekten gradvis då 888 planerar att lansera den nya plattformen i flera steg. Bolaget bekräftade även för Nyhetsbyrån Direkt att de kommer att fortsätta att använda sig av Kambi på kort- och medellång sikt och att det nuvarande kontraktet löper ut under 2021. Vi antar därför att intäkter från 888 kommer att fasas ut under 2020-21p.

Tillväxtpotential under de kommande åren, främst i USA

Trots att nyheterna om 888 är en motgång för Kambi ser vi fortfarande en stark tillväxtpotential under de kommande åren till följd av legaliseringen av sportsbetting i USA. Vi beräknar att Kambi nu genererar intäkter om 10-15 MEUR årligen från New Jersey och Pennsylvania. Om vi ser på 2020-21p och använder oss av H2 Gambblings estimat, ser vi en årlig intäktpotential mellan 40-60 MEUR om vi antar att Kambis klient kan uppnå en marknadsandel på mellan 10-20%. Vilket är lägre än den nuvarande marknadsandelen i New Jersey (omkring 45-50%), men vi antar att konkurrensen kommer bli tuffare och att marknadsandelen minskar.

Sänkt riktkurs till 245 SEK (275), Köp upprepas

Vi justerar våra prognoser till följd av 888:s förvärv av BrightBet och sänker tillväxtestimaten för 2019-21p. Dock, som tidigare nämnt, den starka tillväxtpotentialen under de kommande åren förväntas vara som starkast i USA och vi ser fortfarande en tillväxt på mellan 20-30% under 2020-21p (tidigare 25-35%). Vi förväntar oss således att de förlorade intäkterna från 888 under 2020-21p kommer att vägas upp av tillväxten i USA. Sammantaget sänker vi EBITDA-estimaten för 2019-20p med 4-9% och sänker således även riktkursen till 245 SEK (275). Vår riktkurs är baserad på en kassaflödesvärdering (WACC 11,2%, långsiktig EBITDA-marginal 40%) och EV/EBIT 25x 2020p. Vi upprepar Köp.

Evolution Gaming

Rek: KÖP

Riktkurs: 812 SEK

Pris: 712 SEK

Analytiker: Hjalmar Ahlberg

P/E 18	25,2
P/E 19	24,8
P/E 20	21,0
EV/EBIT 18	22,2
EV/EBIT 19	21,3
EV/EBIT 20	17,6
Utdelning per aktie 18	1,16 SEK
Utdelning per aktie 19	1,44 SEK
Utdelning per aktie 20	1,70 SEK
Direktavkastning 18	2,0%
Direktavkastning 19	2,1%
Direktavkastning 20	2,4%
Net Debt/EBITDA 18	-0,7
Net Debt/EBITDA 19	-0,8
Net Debt/EBITDA 20	-1,0

Vi uppgraderar till Köp

Vi uppgraderar Evolution Gaming till Köp (Behåll) då vi har omvärderat våra förväntade intäkter från de reglerade marknaderna, som vi nu tror kommer att växa under de kommande åren. Vi höjer även 2019-20p EBITDA med 2-5% till följd av en stark Q4-rapport och en positiv marginalprognos för 2019. Vi höjer riktkursen till 812 SEK (633), vilket innebär en uppsida på 18%.

Intäkter från reglerade marknader förväntas öka

Evolution Gamings Q4-rapport var starkare än väntat där både tillväxten och lönsamheten överraskade positivt. Bolaget lämnade även goda prognoser inför 2019 där de ser en EBITDA-marginal på mellan 44-46%, jämfört med vårt estimat om 44%. Ytterligare positivt från Q4-rapporten var en svag ökning av de reglerade intäkterna relativt de oreglerade, som ökade från 29% under Q3 till 30% under Q4. Vilket till stor del berodde på stark tillväxt i Europa medan tillväxten i Asien saktade ned under kvartalet. Vi förväntar oss även att de reglerade marknaderna fortsätter att växa under de kommande åren på grund av att Sverige reglerades under 2019 och Nederländerna kommer att regleras under 2020/21. Detta stöds av USA och Kanada som sannolikt kommer att rapportera stark tillväxt under de närmaste åren. Vi förväntar oss att de reglerade intäkterna motsvarar 34% under 2019p, ökar till 36% under 2020p och 38% under 2021p.

Värdering ökar med större andel reglerade intäkter

Evolution Gamings värderingsmultipl föll under 2017-18, vilket vi antar var på grund av en ökad andel intäkter från oreglerade marknader. När vi nu ser att trenden är på väg att vända antar vi även att värderingen kommer att återgå till de historiska nivåerna. Då de reglerade intäkterna förväntas öka stadigt under de kommande åren tror vi att bolaget kan återgå till värderingsnivån kring 20-23x EV/EBIT.

Vi uppgraderar till Köp (Behåll), riktkurs 812 SEK (633)

Vi höjer EBITDA-estimatet för 2019-20p med cirka 2-5% då vi höjt tillväxtestimaten till följd av den starka Q4-rapporten och positiva marginaltutsiker för 2019p. Vi förväntar oss att en ökad andel av intäkter från reglerade marknader leder till att värderingsmultiplarna återgår till de historiska nivåerna och vi använder oss nu av en målmultipl på 20x EV/EBIT 2020p (tidigare 17x), vi sänker WACC till 11,2% (11,9%) i vår kassaflödesvärdering, och höjer således riktkursen till 812 SEK (633). Med en uppsidespotential på 18%, uppgraderar vi till Köp (Behåll).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/03/04 07:01

Nokia

Rek: KÖP

Riktkurs: 6 EUR

Pris: 5 EUR

Analytiker: Sébastien Sztabowicz

Positiv feedback från möte med COO

Vi närvarade vid ett möte med Jorge Elemeier (COO) och chefen för IR. Feedbacken är positiv då koncernen är på god väg att återigen utvecklas bättre än marknaden i år. Integrationen av Alcatel-Lucent är bakom oss och den nya rundan av kostnadsbesparingar ger en god uppsida för marginalen på medellång sikt. Vi upprepar Köp och riktkursen 6 EUR.

Siktat mot bättre utveckling än marknaden

COO upprepade en oförändrad nätverksmarknad i år (väl under Ericssons tro om 3% i tillväxt) då Nokia gör mer konservativa antaganden för marknaderna i Kina och USA. Om marknaden utvecklas gynnsamt under de kommande månaderna finns viss uppsida i prognoserna men Nokia föredrar att vara på den försiktiga sidan för tillfället. Nokia är ganska tryggt med att bolaget kommer att utvecklas bättre än marknaden då en ny investeringscykel gradvis byggs upp med behovet att uppgradera trådlösa nätverk, fasta nät, IP och optiska nät där Nokia är väl positionerat.

På god väg att nå 700 MEUR i besparingar till 2020

COO ser fast beslutsam ut att leverera 700 MEUR i kostnadsbesparingar till 2020, främst genom neddragningar av OH-funktioner (real estate, logistik, inköp, IT, HR, kvalitet...) vilka kan optimeras ytterligare nu när integrationen av Alcatel-Lucent är klar. Medan Nokia förväntar sig besparingar på 200 MEUR för kostnad sålda varor och 500 MEUR i rörelsekostnader kan fler besparingar komma inom försäljning och central administration. Ledningen har redan detaljerade planer för alla besparingar och bolaget har en stark historik av omstruktureringar efter historiken genom NSN och Alcatel-Lucent. Efter 2020 planerar bolaget att kontinuerligt optimera verksamheten men COO förväntar sig inte att lansera någon ytterligare omstruktureringsplan, vilket ger visst stöd till det fria kassaflödet. Sammantaget ser vi en gedigen uppsida för marginalen med 10,5% i underliggande marginal i år och 13% 2020.

Attraktiv återhämtningsstory till rimligt pris

Vi upprepar Köp då Nokia fortfarande är en attraktiv återhämtningsstory till ett rimligt pris (8x 2020p EBIT, 10% rabatt jämfört med Ericsson). Vi upprepar riktkursen på 6 EUR.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/02/28 08:29

Maersk

Rek: KÖP

Riktkurs: 11000 DKK

Pris: 8546 DKK

Analytiker: Johan Eliason

Feedback från roadshow

Efter roadshow med IR känner vi oss säkra i vår syn kring att bolaget prognostiserar försiktigt för 2019p och att den största delen av de 5 miljarder USD som skall delges aktieägarna kommer att levereras i form av ett aktieåterköpsprogram under de kommande två åren, motsvarande minst 4 miljarder USD. Trots att Q2 kommer att vara osäkert, som vanligt, upprepar vi Köp och riktkursen 11 000 DKK.

Mystiken kring prognosen för 2019p

Huvudfrågan under vår roadshow vad självklart prognosen för 2019p på 4 miljarder USD +/-10%, vilket var betydligt sämre än konsensus på 5 miljarder USD. Både vi och marknaden uppfattade prognosen som väldigt försiktig, speciellt med tanke på synergier från förvärv, lägre bränslekostnader samt rådande fraktrater på en relativt god nivå. IR menade på att den försiktiga prognosen främst beror på osäkerheten kring den europeiska efterfrågan, men i viss mån även import från Latinamerika, i kombination med att alla de nya fartyg som levereras detta året kommer att sättas i bruk för Asien/Europa-handel. Detta kan leda till att historien från H1 förra året återupprepas, då intäkterna imploderade. För H2 2019p var synen dock återigen positiv.

Aktieåterköpsprogram

Drilling-segmentet kommer att delas ut till befintliga aktieägare efter årsmötet. Efter det kommer bolaget uppskatta hur mycket som skall delas ut från MaerskOil. Vi anser att ett aktieåterköpsprogram är mest sannolikt och noterar att bolaget har bett om tillåtelse att få köpa tillbaka 15% av aktierna i stället för 10% under de kommande två åren, vilket motsvarar omkring 3 miljoner aktier i dag, värt ungefär 4 miljarder USD (27 miljarder DKK). Om 3 miljoner aktier köps under 2019p, skulle det innebära en nettoskuld på 14 miljarder USD och 2,8x prognostiserad EBITDA. Vi upprepar Köp och riktkursen 11 000 DKK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/03/07 07:34

Schibsted

Rek: KÖP

Riktkurs: 340 NOK

Pris: 342 NOK

Analytiker: Stefan Billing

Kapitalmarknadsdag

Schibsted meddelar nya mål för verksamheten efter bolagsdelningen som väntar. Syftet med att bilda Adevinta är att separera bolagets utomnordiska varumärke från den nordiska verksamheten. Vi upprepar Köp och riktkursen 340 NOK.

Adevinta

Finansiella mål är bland annat mål över intäktsstillväxt på mellan 15-20%, vilket kan inkludera mindre förvärv. H1-tillväxten förväntas uppgå till 13-14% på grund av en svag displaymarknadsföring. Långsiktig EBITDA-marginal förväntas vara över 40% jämfört med cirka 23% under 2018. Vi estimerar cirka 16% CAGR under 2019-21p och en marginalexpansion som gradvis förväntas uppgå till cirka 38%.

Schibsted (efter avyttring)

Målet över organisk intäktsstillväxt på medellång till lång sikt på 8-12% för Nordic Marketplaces-segmentet levererades ej i sällskap med en marginalprognos. Inom Growth-segmentet fann vi Lendos starka affärsförslag imponerande, även om pågående internationalisering kommer att belasta resultatet under flera års tid.

Estimat och värdering

Vi kommer att se över våra estimat när noteringsprospektet blir tillgängligt. Vår nuvarande riktkurs på 340 NOK är baserad på en kassaflödesvärdering av de utvecklade faserna inom Marketplaces. Vi bedömer att listningen av Adevinta, som planeras till den 10 april, ger stöd för en premievärdering. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/03/08 07:37

Autoliv

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 80 USD

Pris: 78 USD

Analytiker: Alexandre Raverdy, CFA

Vi höjer till Behåll

Efter avyttringen av elektroniksegmentet har Autoliv åter fokuserat på kärnverksamheten, passiv säkerhet. Bolaget ser ut att leverera god försäljningstillväxt och har en marknadsandel på nära 50% på beställningar gjorda under 2015-18 till följd av Takatas konkurs. Trots att Autoliv kanske inte når marginalmålet på 13% justerad EBIT under det kommande decenniet, så är koncernen aktieägarvänlig. Efter att formellt ha försenat målen till efter 2020 har förväntningarna sjunkit, vilket har gjort förhållandet mellan risk/avkastning mer balanserat. Vi uppgraderar således till Behåll (Minska) och höjer riktkursen till 80 USD (65).

Justerade estimat

Vi har justerat 2019-21 VPA med 2% i genomsnitt och förväntar oss nu att Autoliv kommer att prestera en 8,5% justerad VPA CAGR under 2018-21p, vilket främst reflekterar: 1) organisk tillväxt om 5% i genomsnitt under perioden; 2) högre operativ hävstång från 2020p; och 3) en effektiv skattesats på cirka 28%.

Vi höjer riktkursen till 80 USD (65)

Vår ritkurs är baserad på en 70/30-mix av en 9x EV/EBIT-multipel och en tioårig standard kassaflödesmodell (9% WACC, 2% långsiktig tillväxt). Vid vår ritkurs hade aktien handlats till 11,3x P/E, 6,3x EV/EBITDA och 9,2x EV/EBIT 2019p. Vi uppgraderar till Behåll (Minska) och höjer riktkursen till 80 USD (65).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/03/04 07:11

ISS

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 215 DKK

Pris: 203 DKK

Analytiker: Aymeric Poulain

För mycket arbete, inte tillräckligt mycket belöning

Den nya pro-forma marginalåterställningen, som tog bort 7% av lågmarginalsförsäljningen och inte längre separerar omstruktureringsposter från underliggande operationella vinster, innebär att investerare bör förvänta sig ett mindre, men snabbväxande ISS. Extra omstruktureringsförsök ämnade till att snabba på ISS digitala transformation har ingen påverkan på våra estimat givet de accelererande organiska tillväxtprospekten, som vi nu förväntar oss kommer ligga i den övre delen av spannet på 5-7%. Dock, en guidning för högre räntekostnader sänker vår förväntade VPA med 3%. Då vi rullar fram vår riktkurs ett år, är vår 12m riktkurs på 215 DKK kvar, vi sänker vår rekommendation från Köp till Behåll.

Det nya ISS har anlänt

Det senaste året var lite av en besvikelse och en ursäkt för att snabba på förändringen mot en mindre, mer fokuserad portfölj av integrerade multi-service fastighetsskötselskontrakt. Den första påverkan av förändringen kommer vara att höja ISS organiska tillväxtprofil. Den andra kommer vara avverkandet av 2-2,5 miljarder DKK av tillgångar där en fjärdedel av vinsterna delas tillbaka till aktieägarna. Det tredje är ett erkännande att en EBIT-marginal på 5,8% kan vara taket på affärsmodellen efter omstruktureringen och att ytterligare tillväxt i marginal kan kräva en större användning av balansräkningen för att möta efterfrågan på större kunder. Den förstärkta tillväxtprofilen kommer därför inte förändra det värde som ISS kan leverera till sina aktieägare, men kommer åtminstone återta någon form av positiv momentum, vilket bör hjälpa aktiepriset återhämta något av det den tappat i linje med vinsterna.

Mer tillväxt, mindre värde

ISS har spårat sina nuvarande vinstestimater till omkring 16x P/E. Då vi använder detta som grund till vår riktkurs, känner vi oss efter decembers nollställning, tvungna att lägga till en säkerhetsmarginal på 2% och 6 DKK per aktie som motsvarar de förskönande effekterna av den rapporterade nettoskulden. Den nya guidningen inkluderar mer omstrukturering än vi förväntat oss, samtidigt som factoring var 1,2 miljarder DKK över våra tidigare estimat på 2,5 miljarder DKK, eller 14 DKK per aktie. Då vi inte längre behöver en säkerhetsmarginal och vi rullar fram vår riktkurs för att ta hänsyn till det faktum att aktierna kommer gå mot den accelererande vinsttrenden, är de lägre vinstestimaten för 2019p och den högre factoringeffekten motverkad av borttagandet av säkerhetsmarginalen samt det extra kvartalet av vinsterna under 2020p. Den begränsade uppsidan innebär att vi sänker till Behåll då det är mer i fas med verkligheten av affärsmodellen. Vi sänker vår rekommendation från Köp till Behåll och upprepar riktkursen 215 DKK.

Balder

Rek: KÖP

Riktkurs: 319 SEK

Pris: 274 SEK

Analytiker: Jan Ihrfelt, CFA

Överreaktion – risken blir ännu lägre

Bolaget har konsekvent levererat värden till aktieägarna och har därför historiskt handlats med en premie relativt konkurrenterna, men handlas nu med en rabatt. Nästan 60% av fastighetsportföljen är bostäder med mycket högre stabilitet jämfört med kontor. Det i sig borde leda till en premievärdering då vakansrisken är nära noll. Aktien föll efter det höjda soliditetsmålet till 40% från 35%, men höjd soliditet innebär ännu lägre risk, vilket är positivt långsiktigt. Till följd av ökat NAV, höjer vi riktkursen till 319 SEK (315) och upprepar Köp.

Skiljer sig från konkurrenterna

Bostadsfastigheter står för mer än 60% av Balders fastighetstillgångar, kontor står för 17% och detaljhandel och hotell utgör resten. Efter förvärvet av Sato i december 2015 är nära 30% av bolagets tillgångar lokaliserade i Helsingfors. Stockholm och Göteborg står för 20% vardera och Öresund för cirka 15%. 10-15% av intäkterna från fastighetsförvaltning kommer ifrån gemensamma affärer med andra bolag (IFPM). Andra SATO-ägare har ett minoritetsägande i Balder och får omkring 10% av bolagets vinster.

Byggrättsportföljen ger potential

Balder har målet att skapa en omfattande portfölj av byggrätter med utvecklingsfastigheter och byggprojekt. Syftet är att konstant producera nya hyreslägenheter, bostadsrätter och kommersiella fastigheter under egen förvaltning. Allt som allt har Balder 10 000 byggrättigheter på befintlig mark.

Q4: Underliggande resultat 2% bättre än förväntat

Förvaltningsresultatet var 2% bättre än förväntat i Q4, hjälpt av 4% högre hyresintäkter drivet av valutaeffekter och hyresökningar. Tillväxten i jämförbart bestånd ökade från 2,5% under Q3 till 2,7% under Q4. Med det i åtanke har vårt estimat för 2019p hyresintäkter varit för försiktigt och högre hyror är den huvudsakliga bidragsgivaren till ökningen i FFO med 6,5% för året, tillsammans med något högre överskottsgrad. Fastighetsuppvärderingarna uppgick till 1,6 miljarder SEK jämfört med vår prognos på 1,2 miljarder SEK. Vi lämnar våra förväntade fastighetsuppvärderingar för 2019 oförändrade.

Försiktig värdering, 15% rabatt mot 2019p NAV

Som tidigare förväntar vi oss att sektorn handlas i linje med 12 månaders framåtblickande NAV. Med bättre än förväntade fastighetsuppvärderingar under Q4 och något bättre FFO för 2019p höjer vi riktkursen till 319 SEK från tidigare 315 SEK. Med 15% rabatt till 2019p NAV och väsentlig potential på uppsidan upprepar vi Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/03/04 07:22

Salmones Camanchaca

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 93 NOK

Pris: 86 NOK

Analytiker: Christian Nordby

Vi höjer våra kostnadsestimat

Salmones Camanchaca levererade ett stabilt kvartal med god kostnads-kontroll. Med det sagt, guidningen för 2019 är något under våra estimat, vilket innebär att vi måste upprevidera våra kostnadsestimat. I laxod-lingssegmentet i Atlanten, är 20% av slaktvolymen på 9 kg/m³ (jämfört med volymer som kan nå 17 kg/m³), vilket höjer fasta kostnader per kg. Bolaget förväntas slakta silverlax redan under Q4 2019, men inga intäk-ter väntas innan 2020, vilket innebär att vi gör en justering. Allt som allt, är våra EBIT/kg-estimat för 2019p ned 13% (men EBIT/kg är fortfarande upp 9,5% å/å). Vi sänker vår rekommendation från Köp till Behåll och sänker riktkursen från 97 NOK till 93 NOK.

Finans

Under 2018 fick Salmones Camanchaca en EBIT/kg i filead vikt motsva-rande 1,53 USD, vilket är upp från 1,32 USD under 2017. För 2019p för-väntar vi oss 1,68 USD. Med det sagt, detta är helt drivet av pris, vilket vi förväntar oss kommer vara 6,99 USD/kg under 2019p jämfört med 6,8 USD/kg under 2018. Vi hade tidigare estimerat att 2 000 ton av silverlax skulle säljas under Q4 2019, men detta är nu flyttat till Q1 2020p, vilket sänker våra estimat för 2019. Bolaget noterade även att silverlaxen inte skulle generera positivt EBIT/kg under första cykeln, givet deras nuva-rande suboptimala densitet.

Guidning – Chilensk industritillväxt -4% till 0%

Salmones Camanchaca guidar för 55 000 ton whole fish equivalent (WFE) för 2019p, vilket är upp 13% jämfört med förra året. Volymtillväx-ten är på grund av återtagandet av licenser som tidigare leasats. För in-dustrin i helhet guidar bolaget på -4% till 0% tillväxt i Chilenska utbudet. Detta är betydligt lägre än våra estimat på 5,6%. Dock, vi hade tidigare trott att den negativa effekten skulle komma under 2020p på grund av lägre skördevikter. Bolaget använder även detta argument för att förklara varför utbudet väntas bli negativ.

Värdering

Vi värderar Salmones Camanchaca med en långsiktig blandad EBIT/kg på 1,24 USD och en WACC på 9,8%. Vi använder även en summan-av-delarna där vi värderas Atlantlaxen till ett EV/kg på 130 NOK. Vi sänker vår riktkurs från 97 NOK till 93 NOK till följd av lägre intäktsestimat för 2019p och 2020p och sänker därför även vår rekommendation från Köp till Behåll.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/03/06 07:03

Brinova

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 19 SEK

Pris: 18 SEK

Analytiker: Jan Ihrfelt, CFA

Bättre än förväntade fastighetsuppvärderingar

Med oförändrad 2019p NAV upprepar vi Behåll och riktkursen 19 SEK för Brinova. Portföljens koncentration mot mindre städer i Skåne är en riskfaktor och vi använder därför 15% rabatt mot NAV.

Hög exponering mot Skåne

Sedan bolaget grundades 2015 har man snabbt byggt upp en fastighetsportfölj värd 3,3 miljarder SEK. Brinova äger endast fastigheter i Skåne och Blekinge. De fyra största städerna är Eslöv (29%), Kristianstad (22%), Landskrona (21%), och Malmö (11%).

Fokuserad på lokala marknader

Bolaget har väldigt nära kontakt med både hyresgäster och kommuner. Detta innebär att de har en stor kunskap om lokala marknader, vilket leder till mer nöjda kunder och låter dem hitta nya möjligheter i transaktionsmarknaden. Brinova är marknadsledare i de största städerna de äger i, vilket ger en god förhandlingsposition.

Q4: Bättre än förväntade fastighetsuppvärderingar

Hyresintäkterna under Q4 var 1% sämre än våra förväntningar. Överskottsgraden på 62,5% var klart bättre än våra förväntningar på 58,5%. Å andra sidan var både centrala administrationskostnader och finansnetto sämre än vi förväntat oss. Med både högre finansiella kostnader och högre centrala administrationskostnader höjer vi 2019p FFO med 4%. Fastighetsuppvärderingar uppgick till 26 MSEK jämfört med vår prognos på 19 MSEK. Den kombinerade effekten från något lägre FFO, men högre fastighetsuppvärderingar är neutralt till vårt 2019p NAV.

Värderingsrabatt motiverad

Som tidigare anser vi det motiverat med 15% rabatt i förhållande till NAV för Brinova. Tre mindre städer i Skåne står för 72% av fastighetsytan, detta är inte ett stort problem när det kommer till samhällsfastigheter och bostäder, men är en risk när det gäller kontor (17% av portföljen) och detaljhandelslokaler (6% av portföljen). Vi tar även hänsyn till att bolaget är litet, den låga likviditeten i aktien och den korta historiken. Med oförändrad 2019p NAV upprepar vi riktursen 19 SEK. Med begränsad uppsida upprepar vi Behåll.

Bolagsrapporter kommande vecka

Dag	Period	Bolag
Tisdag	Q4	G4S
Onsdag	Q4	Clas Ohlson
Onsdag	Q3	Systemair
Fredag	Q4	MQ

Makrostatistik kommande vecka

Måndag

			Period
DE	08:00	Industriproduktion	jan
USA	13:30	Detaljhandel	jan
EMU	15:00	Eurogruppsmöte	

Tisdag

			Period
SE	09:30	SCB: KPI	feb
USA	13:30	KPI	feb

Onsdag

			Period
JP	00:50	Maskinorder	jan
EMU	11:00	Industriproduktion	jan
USA	13:30	Order varaktiga varor (prel)	jan

Torsdag

			Period
CH	03:00	Industriproduktion, Investeringar, Detaljhandel	feb
USA	15:00	Försäljning nya hem	

Fredag

			Period
EMU	11:00	KPI (def)	feb
USA	13:30	Empire manufacturing index	mars
USA	14:15	Industriproduktion, kapacitetsutnyttjande	feb
USA	15:00	Michiganindex (prel)	mars
JP		Räntebesked	

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)
Kambi Group	MT0000780107	Inga tillkännagivanden
Evolution Gaming	SE0006826046	Inga tillkännagivanden
Nokia	FI0009000681	Inga tillkännagivanden
Maersk	DK0010244508	Inga tillkännagivanden
Schibsted	NO0003028904	Inga tillkännagivanden
Autoliv	US0528001094	Inga tillkännagivanden
ISS	DK0060542181	Inga tillkännagivanden
Balder	SE0000455057	3
Salmones Camanchaca	CL0002409135	Inga tillkännagivanden
Brinova	SE0008347652	3,5

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 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.