

# Aktienytt

Aktieanalys - fredag den 10 maj 2019

## Marknadskommentar

## Tung börsvecka

Fredagen inleddes med muntra miner på Stockholmsbörsen och öppnade klart uppåt, i linje med de ledande börserna i Europa och Asien. Uppgångarna kommer trots att USA gjort allvar av sitt hot och infört en ny tullhöjning mot Kina under morgonen. Det är framför allt konjunkturkänsliga bolag som stiger efter de senaste dagarnas nedgångar i spåren av handelsoron. I skrivande stund, fredag klockan 14:00, är breda OMX Stockholm ned 3,2% och storbolagsindexet, OMXS30, ned 4,1% för veckan.

## Investeringsstrategi

Maj 2019

## Ingen stress inför sommaren

- Aktier: snarare starkare än svagare
- Räntor: högre räntor ett minne blott
- Krediter: centralbanker förlänger cykeln

## Hexagon

Rek: KÖP

Riktkurs: 560 SEK

Pris: 479 SEK

## Potential för 600-680 SEK de kommande åren

Kombinationen av god organisk tillväxt, 5% tillägg från förvärv och en marginalökning med 2-3 procentenheter på grund av produktmixen är kraftfull, och vi ser en VPA CAGR strax över 10 under 2019-21p. Vi ser potential för aktien att gå upp till mellan 600-680 SEK till slutet av 2021p. Bolaget drar nytta av digitaliserings- och automationstrender, och med värderingen tillbaka på genomsnittliga historiska nivåer, höjer vi rekommendationen till Köp och höjer riktkursen till 560 SEK (549).

## Veckans bolag

Bolag	Rek.	Riktkurs	Pris	Analytiker
Hexagon	Köp	560 SEK	479 SEK	Markus Almerud
Sandvik	Köp	184 SEK	162 SEK	Markus Almerud
Boliden	Köp	310 SEK	236 SEK	Ola Soedermark
Balder	Behåll	330 SEK	304 SEK	Jan Ihrfelt, CFA
Hufvudstaden	Köp	188 SEK	157 SEK	Albin Sandberg
MTG	Köp	130 SEK	118 SEK	Stefan Billing
Evolution Gaming Group	Köp	1040 SEK	909 SEK	Hjalmar Ahlberg
Recipharm	Köp	172 SEK	120 SEK	Arsene Guekam
HiQ	Behåll	57 SEK	51 SEK	Emil Johannessen

## I fokus nästa vecka

Rapportperioden börjar ta slut och vi väntar istället KPI-siffror för Sverige samt BNP-siffror från EMU.

## Börsnoteringar

veckans förändring

## Räntor och valutor

veckans förändring

## Marknadskommentar

Avstämning kl. 14:00

OMXSPI	↓ -3,2%	OMXS30	↓ -4,1%	DJIX	↓ -2,6%	NASDAQ	↓ -3,1%
600,8		1604,3		25828,4		7910,6	

SE10Y	↓ -11	US10Y	↓ -9	USD/SEK	↑ 0,9%	EUR/SEK	↑ 1,2%
0,21 %		2,445 %		9,63		10,81	

## Tung börsvecka

Tidigt under fredagen fullföljde USA de hot som president Donald Trump varnade för tidigare under veckan och höjde tullarna mot Kina. Kinesiska varor till ett värde av 200 miljarder dollar omfattas och tarifferna höjs från 10% till 25%. Enligt Washington Post berörs endast varor som lämnar Kina under fredagen, och därmed inte varor som redan är på väg mot USA, vilket innebär att parterna fortfarande har tid på sig att hitta en lösning. Handelssamtalen mellan USA och Kina kommer att fortsätta senare under fredagen. Den nya oron kring handelssamtalen mellan USA och Kina tillsammans med ett lägre utfall av PMI-tjänster för april har delvis bidragit till att kronan försvagats rejält mot flera valutor under veckan. Under måndagen handlades kronan ovanför 10,70 mot euron, en nivå som inte har noterats sedan finanskrisen.

Oron kring handelskonflikten har haft tydliga effekter på världens börser och därmed även Stockholmsbörsen som föll tungt redan under måndagen. Swedish Match är i dagsläget det enda OMX30-bolag som är upp för veckan, mer specifikt 3,5%. På andra sidan av samma index återfinns Boliden, pressat av sjunkande metallpriser och nedgraderad rekommendation, som backat nästan 8% under veckan, korrigerat för utdelning. Securitas har backat runt 1,5% sedan säkerhetsbolaget redovisat något högre intäkter och ebita-resultat än Infront Datas snittestimat. Bolaget upprepade samtidigt tidigare bedömningar angående marknadstillväxten under 2019 på de två största marknaderna - Nordamerika och Europa.

Hårt blankade speloperatören Betsson handlades i stället ned efter tisdagens rapportbesked. Aktien har backat runt 11% under veckan. Intäkter och rörelseresultat i det första kvartalet var något högre än vad analytikerna hade väntat sig, men det framkom också att de genomsnittliga dagliga intäkterna i det andra kvartalet, till och med den 28 april, var 6 procent lägre än de genomsnittliga dagliga intäkterna för hela det andra kvartalet 2018, ett kvartal som lyftes av fotbolls-VM.

Investmentbolaget Ratos har däremot rusat hela 25% under veckan efter att ha redovisat en resultatförbättring och signalerat att de genomförda åtgärdsprogrammen börjar ge effekt. Skogsbolaget Holmen redovisade ett rörelseresultat på 643 miljoner kronor, vilket var 2 procent lägre än ett analytikerns snitt från Infront Data. Produktionsstörningar påverkade negativt. Bolaget ser tecken på avmattning, sade vd Henrik Sjölund om branschen. Aktien är nere ungefär 3% för veckan. Avslutningsvis redovisade bostadsutvecklaren Oscar Properties ett resultat efter skatt på minus 77,3 miljoner kronor för det första kvartalet 2019 (jämfört med minus 84,9 miljoner första kvartalet 2018). Aktien är nere ungefär 2% för veckan.

## Investeringsstrategi

Maj 2019

### Ingen stress inför sommaren

- Aktier: snarare starkare än svagare
- Räntor: högre räntor ett minne blott
- Krediter: centralbanker förlänger cykeln

#### **Neutral aktieallokering kvarstår**

Efter en formidabel inledning på 2019 har investerarkollektivet en positiv underliggande syn men risken för en korrigering har ökat. Uppgången är till stor del ett resultat av den överdrivna pessimism som infann sig i slutet av 2018. Vi ser en balanserad och rimlig förväntansbild på ekonomin och vinsterna samtidigt som optimisten i oss kan se tecken på bottenkänningar både i vissa konjunkturbarometrar samt i vinstförväntningarna. Medvetna om att stämningen snabbt kan svänga och att vi rör oss mot en svagare säsong för avkastning förblir vi neutrala i vår aktieallokering.

#### **Läs mer**

[Ingen stress inför sommaren](#)

**Eller se en presentation med Aktiestrateg Mattias Isakson och Investeringsstrateg Johanna Högfeldt**

[Allt om senaste Investeringsstrategin](#)

# Hexagon

Rek: KÖP

Riktkurs: 560 SEK

Pris: 479 SEK

Analytiker: Markus Almerud

P/E 18	23,4
P/E 19	20,3
P/E 20	18,8
EV/EBIT 18	20,6
EV/EBIT 19	17,5
EV/EBIT 20	16,0
Utdelning per aktie 18	0,59 EUR
Utdelning per aktie 19	0,65 EUR
Utdelning per aktie 20	0,71 EUR
Direktavkastning 18	1,2%
Direktavkastning 19	1,5%
Direktavkastning 20	1,6%
Net Debt/EBITDA 18	1,7
Net Debt/EBITDA 19	1,2
Net Debt/EBITDA 20	0,8

## Potential för 600-680 SEK de kommande åren

Kombinationen av god organisk tillväxt, 5% tillägg från förvärv och en marginalökning med 2-3 procentenheter på grund av produktmixen är kraftfull, och vi ser en VPA CAGR strax över 10 under 2019-21p. Vi ser potential för aktien att gå upp till mellan 600-680 SEK till slutet av 2021p. Bolaget drar nytta av digitaliserings- och automationstrender, och med värderingen tillbaka på genomsnittliga historiska nivåer, höjer vi rekommendationen till Köp och höjer riktkursen till 560 SEK (549).

### Stark organisk tillväxt framöver

Vi uppskattar att avdelningen Safety & Infrastructure (SI) står för cirka 10% av försäljningen och med -17% i organisk tillväxt drog SI av 2 procentenheter av organisk tillväxt, vilket innebär att justerat för SI, växte Hexagon med 6% organiskt under Q1. SI bör återgå till tillväxt under den senare delen av 2019p och vi uppskattar 4% i organisk tillväxt för helåret. Med en hög exponering mot byggbranschen och infrastruktur förväntar vi oss en tillväxt på omkring 5% under de kommande åren.

### Växande marginaler

Hexagon siktar på att växa EBIT-marginalen från cirka 25% under 2018 till 27-28% under 2021. Den främsta drivkraften är produktmixen. Vi räknar med en marginal på 27% under 2021p.

### VPA-tillväxt för 2019-21p

3-5% i organisk tillväxt, 5% tillägg från förvärv och växande marginaler med 2-3 procentenheter kommer att leda till en VPA CAGR på över 10 under 2019-21p. Om vi applicerar historiska multiplar till 2021p intäkterna – ser vi en förändring av VPA med 2,8-3,2 EUR under 2021p – och vi bör se en värdering omkring 600-680 SEK under 2021p.

### Vi höjer till Köp (Behåll), och höjer riktkursen till 560 SEK (549)

Vi lämnar våra estimat och riktkurs relativt oförändrade. Då värderingen är tillbaka på det historiska genomsnittet och vi ser en fortsatt stabil intäktsutveckling, ser vi 16% uppsida i aktien och uppgraderar således till Köp (Behåll). Vår riktkurs är baserad på genomsnittet av 18x EBIT och 20x P/E på 2021p intäkterna, som sedan diskonteras till slutet av 2019, samt en kassaflödesvärdering med en WACC på 8%, långsiktig tillväxt på 3% och långsiktig EBIT-marginal på 25%. Vi uppgraderar till Köp (Behåll) och höjer riktkursen till 560 SEK (549).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/08 08:01

## Sandvik

Rek: KÖP

Riktkurs: 184 SEK

Pris: 162 SEK

Analytiker: Markus Almerud

## Starten på strukturell uppvärdering?

Beslutet att separera SMT med målet att knoppa av verksamheten sätter punkt för en decennielång debatt angående SMT:s framtid inom Sandvik. Vi anser att SMT är redo och bedömer att de kommer att gynnas av en tillvaro utanför Sandvik. Med de mest lönsamma delarna kvar och gruvutrustning som motverkar en potentiell cyklisk nedgång bedömer vi att detta kan vara starten på att rabatten till Atlas Copco börjar minska. Atlas Copcos premium är nära all-time-high trots de förändringar och förbättringar som Sandvik genomgått de senaste åren. Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 184 SEK (178).

### Avknoppning av SMT

Sandvik har kommunicerat att de kommer att separera Materials Technology (SMT) med målet att dela ut verksamheten till aktieägarna. Draget är strategiskt vettigt då profilen på verksamheten och lönsamheten skiljer sig väsentligt från Machining Solutions (SMS) och Mining and Rock (SMRT). I vår summan-av-delarna värderar vi SMT till 15 miljarder SEK, vilket motsvarar 6% av bolagsvärdet eller 12 SEK per aktie. Fler detaljer kommer att komma på kapitalmarknadsdagen den 22 maj och vi förväntar oss att ledningen presenterar nya finansiella mål inför eventet.

### Kan vara starten på strukturell omvärdering

Efter ledningsförändringen under 2015 har Sandvik decentraliserat verksamheterna och lönsamheten är rekordhög samtidigt som balansräkningen har fortsatt att stärkas. Det finns en oro på marknaden för resultatet inom SMS till följd av en konjunkturedgång, samtidigt ser vi en strukturell tillväxt inom gruvutrustning och ser därför ingen anledning till att aktien ska handlas med en rekordhög rabatt i förhållande till Atlas Copco. Vi bedömer att beslutet att ytterligare strömlinjeforma verksamheten kan vara början på en strukturell omvärdering av aktien. Vi höjer våra estimat med 2-3% efter nya valutaantaganden och höjer som en konsekvens riktkursen med 3%. Vår riktkurs är baserad på en kombination av målmultiplar (15x P/E och 13x EV/EBIT för resultatet 2021 diskonterat till slutet av 2019), en summan-av-delarna och en kassaflödesvärdering (WACC på 9%, långsiktig tillväxt 3% och marginal på 18%). Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 184 SEK (178).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/07 07:18

# Boliden

Rek: KÖP

Riktkurs: 310 SEK

Pris: 236 SEK

Analytiker: Ola Soedermark

## Q1: Starka smältverk

Bolidens rörelseresultat, exklusive omvärdering av processlager, var 3% bättre än marknadsförväntningarna drivet av en mycket stark utveckling för affärsområdet Smältverk. Gruvor hade ett rörelseresultat lägre än förväntningarna på grund av högre behandlingskostnader för zink än de räknat med. Q1 visade tydligt på styrkan av Bolidens integrerade affärsmodell, både för Gruvor samt Smältverk. Vi gillar Bolidens diversifierade metallportfölj och starka balansräkning, vi upprepar således Köp och riktkursen 310 SEK.

### 3% bättre än marknadsförväntningarna

Q1 EBIT, exklusive omvärdering av processlager (PIR), uppgick till 2 048 MSEK, vilket var 2,8% bättre än marknadens förväntan på 1 992 MSEK. Den största positiva avvikelsen var inom affärsområdet Smältverk som redovisade EBIT (ex PIR) på 853 MSEK (konsensus 733 MSEK). Gruvor hade EBIT på 1 353 MSEK jämfört med marknadsförväntningarna på 1 448 MSEK. De högre behandlingskostnaderna för zink är en del av förklaringen till att de inte nådde upp till förväntningarna.

### Svagt kassaflöde

Det negativa kassaflödet på 323 MSEK under kvartalet var svagt, vilket kan skyllas på ökat rörelsekapital och höga investeringar. Det ökade rörelsekapitalet på 500 MSEK väntas reversera under kommande kvartal. Framöver ser vi ett starkt stöd från valutakurser på grund av den starka amerikanska dollarn.

### Vi gillar Bolidens tillgångsbas och metallexponering

Vi ser fortsatt långsiktig potential, särskilt på kopparmarknaden, på grund av minskande kvalitet i gruvorna, underinvesteringar inom sektorn och ett ökat fokus på miljön som begränsar produktionen. Boliden är väl placerade för deras interna tillväxtprojekt och diversifierade metallexponering. Vi estimerar att intäkterna är fördelade enligt; Zn och Cu: 70%; Au och Ag: 20%; Ni och Pb: 10%.

### Välförtjänt omvärdering

Aktien handlas till cirka 5x EV/EBITDA för 2019-2021p och lägre än konkurrenternas 5,5x. Vår riktkurs på 310 SEK baserat på en kombination av en summan-av-delarna på 310 SEK och 5,6x EV/EBITDA för 2019-2020p. Det kan argumenteras för att Boliden förtjänar en premie i förhållande till konkurrenterna givet den diversifierade metallexponeringen, bevisad stabilitet, den integrerade affärsmodellen och låg politisk risk. Vi har rekommendationen Köp och riktkursen 310 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/06 07:17

## Balder

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 330 SEK

Pris: 304 SEK

Analytiker: Jan Ihrfelt, CFA

## Återkomsten av premievärdering

Bolaget har konsekvent levererat värden till aktieägarna och har därför historiskt handlats med en premie relativt konkurrenterna. Nästan 60% av fastighetsportföljen är bostäder med mycket högre stabilitet jämfört med kontor. Aktien var således billig när den handlades i linje med eller under konkurrenterna. Dock, vi ser nu en klar premievärdering jämfört med sektorn, och nedgraderar således till Behåll (Köp). Med mindre förändringar av vårt NAV, behåller vi riktkursen oförändrad vid 330 SEK.

### Skiljer sig från konkurrenterna

Bostadsfastigheter står för mer än 60% av Balders fastighetstillgångar, kontor står för 16% och detaljhandel och hotell utgör resten. Nära 27% av bolagets tillgångar lokaliserade i Helsingfors. Stockholm och Göteborg står för 20% vardera och Öresund för cirka 20%. 10-15% av intäkterna från fastighetsförvaltning kommer ifrån gemensamma affärer med andra bolag (IFPM). Andra SATO-ägare har ett minoritetsägarande 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.

### Q1: Underliggande vinst 1% bättre än förväntat

Hysesintäkterna var 3% svagare än förväntat. Dock, förvaltningsresultatet var 1% bättre än väntat under Q1 tack vare en starkare än förväntat NOI-marginal. Vi sänker 2019p FFO med 8% och 2020p FFO med 4% på grund av en sämre försäljningstillväxt. Fastighetsuppvärderingar uppgick till 0,7 miljarder SEK (+0,6%), jämfört med vår prognos på 0,8 miljarder SEK. Skillnaden är relativt liten, så vi lämnar estimatet för hela året oförändrat, men höjer estimatet för nästa år något då fastighetsomvärderingar varit starka i sektorn.

### Kraftig prisuppgång, vi sänker till Behåll (Köp)

Som tidigare förväntar vi oss att sektorn handlas i linje med 12 månaders framåtblickande NAV. Vår lägre FFO balanseras av högre fastighetsuppvärderingar för 2020p, och vi behåller vårt mars 2020p NAV på 330 SEK oförändrat och således upprepar vi riktkursen 330 SEK. Balder handlas för närvarande endast med en 2% rabatt till 2019p NAV, jämfört med sektornsnittet på 8%. På grund av den snabba aktieprisuppgången sänker vi rekommendationen för Balder till Behåll (Köp).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/09 06:56

# Hufvudstaden

Rek: **KÖP**

Riktkurs: 188 SEK

Pris: 157 SEK

Analytiker: Albin Sandberg

## Vi förväntar oss ett solitt Q1

Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 190 SEK (188), vilket reflekterar vårt höjda NAV-estimat till följd av Q1-rapporten. Kontorshyror i Stockholm och Göteborg är på väg upp. Det, i kombination med den starkaste balansräkningen i sektorn samt ett P/NAV under genomsnittet bland konkurrenterna, talar för att aktiekursen skall upp.

### **Kontor visar vägen, stark tillväxt**

Kontorshyror, både i Stockholm (cirka 80% av Hufvudstadens tillgångar) och Göteborg (cirka 20%), har haft en stark tillväxt de senaste åren. Med en genomsnittlig hyresduration på 3-5 år, förväntar vi oss en positiv omförhandling av hyrorna fram till 2021p. Vi anser att oron för bolagets detaljhandelsexponering är överdriven då hyrorna stabiliseras på goda nivåer.

### **Q1 2019 NAV 1% över KECH**

Överlag ser vi resultatet för Q1 2019 som i linje med förväntningar eller något bättre. Justerade vakanser ökade med 100 baspunkter q/q till 2,3%, men de flesta vakansutrymmen har nu blivit uthyrda enligt bolaget.

### **Köp, vi höjer riktkursen till 190 SEK (188)**

Vi justerar vår 2019-21p FFO med -1% till 0%, höjer NAV med 1% och behåller utdelningsestimatet oförändrat. Dessutom höjer vi riktkursen till 190 SEK (188), vilket är i linje med vårt 12-månaders framåtblickande NAV (Q1 2020p, 190 SEK). Vi estimerar att aktien handlas till en rabatt på 13% till aktuell NAV och en rabatt på 17% till 2019p NAV. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/10 07:23

# MTG

Rek: **KÖP**

Riktkurs: 130 SEK

Pris: 118 SEK

Analytiker: Stefan Billing

## Dubbelsiffrig tillväxt från Q2, sänker riktkurs

Faktumet att intäkterna från eSports växte under Q1 är ett klart tecken på styrka enligt oss. Vi förväntar oss dubbelsiffrig intäktstillväxt från Q2 och höjer vårt justerade EBITDA-estimat med 4-5% för 2020-21p. Vi sänker dock riktkursen till 130 SEK (140) på grund av en signifikant lägre nettokassaposition än vi förväntat oss, främst på grund av motsatsen i det avyttrade NENT.

### Underliggande eSports-tillväxt under Q1 tyder på styrka

Q1 slutade marginellt över våra förväntningar med 2% organisk intäktsminskning, jämfört med vårt estimat om -5% och en justerad EBITDA några MSEK över vår prognos. eSports-intäkterna växte med 10%, jämfört med vår prognos på -18%, drivet av betydligt högre O&O-intäkter. I kontrast hade Gaming en svag start.

### Vi förväntar oss dubbelsiffrig tillväxt från Q2

Utsikterna för 2019 förblir oförändrade, med en organisk försäljningstillväxt omkring 15% och en justerad EBITDA-marginal omkring 5%. Vi förväntar oss en låg dubbelsiffrig organisk intäktstillväxt redan under Q2 och vi förväntar oss nu en marginal på 5,5% för justerad EBITDA under 2019p.

### Vi upprepar Köp, men sänker riktkursen till 130 SEK (140)

Vi sänker vår riktkurs till 130 SEK (140), vilket reflekterar vår kassaflödesbaserade summan-av-delarna med en COE på 9%. Sänkningen beror främst på en signifikant lägre nettokassaposition än förväntat. Vi ser fortsatt MTG som ett attraktivt förvärvsmål tack vare den snabbt växande eSports-verksamheten. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/10 07:53

# Evolution Gaming

Rek: KÖP

Riktkurs: 1040 SEK

Pris: 909 SEK

Analytiker: Hjalmar Ahlberg

## Tillväxtpotential fortsatt stark

Evolution Gaming började 2019 bra och visade på en solid tillväxt på alla marknader, då deras live casino fortsätter att växa betydligt snabbare än onlinespelmarknaden överlag. Med potential för fortsatt stark tillväxt till följd av deras senaste produktlansering, tillsammans med en expansion till nya marknader, är vi fortsatt positivt inställda. Vi har höjt våra 2019-21p EBIT-estimat med 14-16%, då vi uppdaterar vår modell efter ett starkt kvartalsresultat, och vi höjer vår riktkurs till 1 040 SEK (812) och upprepar Köp.

### Stark inledning av 2019

Evolution Gaming rapporterade en massiv intäkstillväxt på 54% under Q1 2019, vilket var signifikant över vårt estimat på 41%. Bolaget visade på imponerande tillväxt i Norden, trots regleringen av den svenska marknaden, delvis med hjälp av lanseringen av ATG och Svenska Spel. Lönsamheten var även fortsatt stark med en EBITDA-marginal på 45%. Bolaget prognosticerar nu för en EBITDA-marginal under 2019 i den övre delen av intervallet 44-46%.

### Nya produkter och marknader driver tillväxten

Det finns stora möjligheter att fortsätta den goda tillväxtutvecklingen under 2019p, då bolaget nyligen lanserat en rad nya produkter och kommer att fortsätta med det under den närmaste framtiden. Lanseringen av Monopol live har varit stark, dock är produkten lik spelet Dream Catcher, vilket kan leda till att de konkurrerar mot varandra.

### Stark tillväxtpotential, vi upprepar Köp

Sammantaget har vi höjt 2019-21p EBIT med 14-16%, då vi höjt vår tillväxt- samt lönsamhetsprognos. Vi är fortsatt positivt inställda och vi höjer riktkursen till 1 040 SEK (812) efter att vi höjt våra estimat och applicerat högre målmultiplar (23x 2020p EV/EBIT jämfört med tidigare 20x) och sänker WACC i vår kassaflödesmodell till 10,4% från 11,2% (långsiktig EBITDA-marginal oförändrad vid 40%). Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/10 07:20

## Recipharm

Rek: KÖP

Riktkurs: 172 SEK

Pris: 120 SEK

Analytiker: Arsene Guekam

## Tillväxten kommer tillbaka gradvis

Vanligtvis överreagerar aktien efter kvartalsresultaten. Den här gången är marknaden besviken över två orsaker, den svaga organiska tillväxten och oförändrad EBITDA-guidning för 2020 trots den nya redovisningsprincipen IFRS 16. Trots det finns fundament på plats för framtida tillväxt och bolaget kommer gradvis gynnas av en mer dynamisk organisk tillväxt. Vi förblir trygga med målen för 2020 tack vare starka underliggande trender. Vi upprepar Köp och riktkursen 172 SEK.

### Viss besvikelse över organisk tillväxt

För Q1 visade Recipharm en stark försäljningstillväxt på 20% över konsensusförväntningarna och våra estimat. Dock kom merparten av tillväxten (70%) från effekter av förvärvet av Holmes Chapel, medan valuta också bidrog med 20% av kvartalets utveckling. Därför var den organiska tillväxten blygsam under kvartalet och begränsad till 4%. De huvudsakliga anledningarna var: 1) ett planerat produktionsstopp till följd av underhåll; 2) Sänkta lager hos kunderna och vissa uppsagda kontrakt. Italienska och franska produktionsenheter var mest påverkade. Dock, den underliggande trenden är viktig och även efterfrågan men de uppvägde inte de negativa effekterna under kvartalet. Under Q2 förväntar sig Recipharm en lägre efterfrågan från dessa temporära effekter och sedan en gradvis återgång till dynamisk organisk försäljningstillväxt.

### EBITDA temporärt under press

En annan oro är EBITDA-marginalen. Medan det senaste förvärvet, Holmes Chapel, bidrog starkt till Recipharms EBITDA-marginal var marginalen 16,1%. Den nivån innebär en minskning med 40 baspunkter å/å trots positiv påverkan från övergången till IFRS 16. De ändringarna hade en positiv påverkan med 23 MSEK, eller 125 baspunkter under kvartalet. Påverkan från alla temporära effekter kommer att tynga lönsamheten under året, medan IFRS 16 delvis kommer att motverka effekterna. Dock är marknaden undrande inför den oförändrade guidningen för 2020 (över 16%). Under telefonkonferensen uppgraderar Recipharm inte EBITDA-guidningen trots en positiv påverkan från den nya redovisningsstandarden med 90 MSEK eller 100 baspunkter under året. Vi upprepar Köp och riktkursen 172 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/06 07:56

## HiQ

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 57 SEK

Pris: 51 SEK

Analytiker: Emil Johannessen

## Utmanande värdering

Vi inleder bevakning av HiQ med en Behållrekommendation och en 12 månaders riktkurs på 57 SEK. Vi gillar HiQ för många av samma anledningar som Bouvet; en stark historik (6% årlig utdelningstillväxt från 2012-2018), god visibilitet av stark efterfrågan på deras tjänster, och en hög VPA-tillväxt (7,5% årlig tillväxt 2019p-2021p). Vi gillar också att de delar ut överflödigt kapital till aktieägare. Dock tycker vi nu att värderingen är mer utmanande än Bouvet, trots liknande kassaflödesavkastningar, och föredrar därför Bouvet för tillfället.

### **Stark organisk tillväxt väntas fortsätta, men det finns kortsiktiga risker**

HiQ har haft en stark organisk tillväxt de senaste åren. Vi estimerar 6% årlig organisk intäktsstillväxt under 2019p-2021p. I linje med vår sektorvy med en begränsad tillgång för tillfället, kombinerat med en hög användning, tror vi att tillväxt kommer vara främst prisdrivet. Även om visibiliteten från den privata sektorn är god, skapar den fortsatta pressade efterfrågan från den svenska offentliga sektorn efter höstens val nedsida risk till våra estimat. Vi förstår att HiQ har nyligen avvaktat något med nyanställningar och konsultuppdrag.

### **Marginaler kommer troligtvis inte öka mer än en återhämtning**

Med lite utrymme att förbättra beläggningsgraden och matcha kostnadsinflation, tror vi inte att marginaler kommer expandera mycket utan hjälp från produktmixen. Vi har för närvarande ingen god visibilitet i detta och inkluderar det därför inte. Oavsett bör stark efterfrågan hålla beläggningsgraden uppe och marginaler höga för tillfället. Vi förväntar oss att EBIT-marginaler återhämtar sig till 12% (något under deras historiska nivåer) på kort sikt, vilket är helt drivet av en normalisering av kostnader.

### **God VPA-tillväxt, men låg kassaflödesavkastning**

Trots våra marginalförväntningar, förväntar vi oss en 7,5% VPA-tillväxt mellan 2019p-2021p. Dock, stark VPA-tillväxt kommer inte till ett billigt pris, och deras avkastning på kassaflödet är det lägsta bland konkurrentgruppen.

### **Värdering**

Vår DCF-värdering ger ett aktiepris på 57 SEK. Detta är baserat på en långsiktig EBIT-marginal på 11,5% och tillväxt på 2,25% (0,25% volymtillväxt och 2% inflation). Vi diskonterar med en WACC på 8,5%. Vi inleder bevakning av HiQ med en Behållrekommendation och riktkursen 57 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/05/10 07:20

## Bolagsrapporter kommande vecka

Dag	Period	Bolag
Tisdag	Q1	Nibe
Tisdag	Q1	Leroy Seafood
Onsdag	Q1	AF Poyry
Onsdag	Q1	Schibsted
Onsdag	Q1	Avance Gas
Onsdag	Q1	Grieg Seafood
Torsdag	Q1	BW LPG
Fredag	Q1	Besqab

# Makrostatistik kommande vecka

## Måndag

			Period
SE	08:30	SEB: Boprisindikator	maj

## Tisdag

			Period
SE	09:30	SCB: KPI	apr
EMU	11:00	Industriproduktion	mar
DE	11:00	ZEW-index	maj
USA	12:00	NFIB-index	apr

## Onsdag

			Period
CH	04:00	Industriproduktion, detaljhandel, arbetslöshet, fasta investeringar	apr
EMU	11:00	BNP (prel)	Q1
USA	14:30	Detaljhandel	apr
USA	14:30	Empire Manufacturing index	maj
	10:00	Olja: IEA månadsrapport	

## Torsdag

			Period
USA	14:30	Bostadsbyggande	apr
USA	14:30	Philadelphia Fed index	maj

## Fredag

			Period
SE	06:00	Valueguard: Bostadspriser	apr
EMU	11:00	HIKP-inflation (def)	apr
USA	16:00	Ledande indikatorer	apr
USA	16:00	Michiganindex (prel)	maj

# 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 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)
Hexagon	SE0000103699	3
Sandvik	SE0000667891	Inga tillkännagivanden
Boliden	SE0011088665	Inga tillkännagivanden
Balder	SE0000455057	3
Hufvudstaden	SE0000170375	Inga tillkännagivanden
MTG	SE0000412371	4
Evolution Gaming Group	SE0006826046	Inga tillkännagivanden
Recipharm	SE0005757267	3
HiQ	SE0012454619	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 aktiekapitalet;
3. Swedbank har ett pågående eller ett slutfördt publikt investmentbanking-uppdrag med bolaget;
4. Swedbank har ingen pågående eller slutfördt 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.