

Aktienytt

Aktieanalys - fredag den 6 september 2019

Marknadskommentar

AstraZeneca

Rek: KÖP

Riktkurs: 8000 GBX

Pris: 7191 GBX

Kinnevik

Rek: KÖP

Riktkurs: 330 SEK

Pris: 278 SEK

Veckans bolag

I fokus nästa vecka

Börsoptimism och högkiktig Riksbank

De globala börserna har generellt sett präglats av optimism under veckan. Uppgångarna har till stor del att göra med nyheterna kring oroligheterna i Hongkong och handelskonflikten mellan USA och Kina. Torsdagens räntebesked från Riksbanken var oväntat högkiktigt och en ny räntehöjning är att vänta vid årsskiftet. Räntorna steg och satte viss press på fastighetssektorn. I skrivande stund, fredag kl 13, kan kursrörelserna summeras till en uppgång med 1,5% för OMXS30 och 0,9% för det bredare OMXSPI.

En sommar med full gas för AstraZeneca

AstraZeneca har levererat strålande resultat, först kommersiellt i Q2-rapporten och sedan med flera lyckade studieresultat under augusti. Vår Köprekommendation har varit baserad på en uppsida i AstraZenecas försäljning och förväntningar på pipeline, men resultaten har varit ännu bättre än våra förväntningar. Vår förväntade vinst per aktie höjs med upp till 13%, drivet av flera läkemedel, inklusive Lynparza, Forxiga, Fasentra och nu DS8201. Våra estimat visar en uppsida på 11% i relation till konsensus för 2022-2023. Vår riktkurs höjs till 80 GBP och vi upprepar Köp.

Stor potential till hög substansrabatt

Vi har uppgraderat vår riktkurs för Zalando. Vi ser en uppsidespotential för de noterade bolagen i Kinneviks portfölj (85% av NAV) och en potential till lägre substansrabatt från de nuvarande höga nivåerna på 24%. Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 330 SEK (285).

Bolag	Rek.	Riktkurs	Pris	Analytiker
AstraZeneca	Köp	8000 GBX	7191 GBX	David Evans
Kinnevik	Köp	330 SEK	278 SEK	Markus Gustafsson
Volvo	Köp	170 SEK	137 SEK	Mats Liss
Metso	Köp	39 EUR	35 EUR	Markus Almerud
Padox	Köp	225 SEK	192 SEK	Albin Sandberg
Resurs Holding AB	Behåll	58 SEK	57 SEK	Robin Rane
Scandic Hotels Group	Köp	104 SEK	77 SEK	Markus Gustafsson
NetEnt	Behåll	32 SEK	29 SEK	Hjalmar Ahlberg
Clas Ohlson	Köp	110 SEK	100 SEK	Markus Borge Heiberg
Kongsberg Automotive	Köp	8 NOK	6 NOK	Mats Liss

Makrostatistiken är fortsatt i fokus.

Börsnoteringar

veckans förändring

Räntor och valutor

veckans förändring

Marknadskommentar

Avstämning kl. 13:00

OMXSPI	↑	0,9%	OMXS30	↑	1,5%	DJIX	↑	1,4%	NASDAQ	↑	1,8%
611,8			1600,2			26728,0			8116,8		

SE10Y	↑	15	US10Y	↑	7	USD/SEK	↓	-1,5%	EUR/SEK	↓	-1,3%
-0,221 %			1,582 %			9,67			10,66		

Börsoptimism och kommande notering av EQT

De globala börserna har generellt sett präglats av optimism under veckan. Uppgångarna har till stor del att göra med nyheterna kring oroligheterna i Hongkong och handelskonflikten mellan USA och Kina. Hongkongs politiska ledare Carrie Lam meddelade på onsdagen att hon formellt kommer att dra tillbaka det kritiserade förslaget om att tillåta utlämningar av personer till Kina. Samtidigt annonserade Kina under onsdagen att de kommer att skicka en förhandlingsdelegation till Washington i början av oktober för nya handelssamtal med USA. Även positiv statistik från USA, där en undersökning från ADP Employer Services visade att antalet sysselsatta i den privata sektorn i USA ökade i augusti och att ISM inköpschefsindex för tjänstesektorn steg till 56,4 i augusti jämfört med 53,7 i juli, har bidragit till det globala börshumöret.

Ett av veckans huvudnummer var torsdagens räntebesked från Riksbanken som meddelade att reporäntan kommer att lämnas oförändrad på -0,25% samt att de håller fast vid sin prognos att det kan komma en räntehöjning redan i år. Bankens prognos över tillväxten och arbetslösheten är dock lite mer pessimistisk i dagsläget än vad den var i juli. Humöret på Stockholmsbörsen dämpades något under torsdagen av beskedet men återupptog den positiva andan efter nyheterna om ovanstående nämnda statistik från USA. Bland storbolagen är det framför allt Swedish Match och Autoliv, upp 8% respektive 6%, som gått starkt i veckan. Medan defensiva bolag som Astra Zeneca och Essity, ned 3,7% respektive 2%, har visat en svagare utveckling. Nordea, upp över 5%, steg på beskedet om en ny vd, Frank Vang-Jensen, tidigare vd för Handelsbanken, men även övriga svenska storbanker har gått starkt fram under veckan i kölvattnet av Riksbankens mer "hökaktiga" ton och globalt högre räntor.

Investeringsfirman EQT, där Investor är största ägare, meddelade under måndagen att bolaget kommer att noteras på Stockholmsbörsen. Riskkapitalbolaget siktar på att ta in minst 500 miljoner euro i en försäljning av aktier i en nyemission. Befintliga ägare kommer också att sälja aktier i samband med noteringen. Bland amerikanska bolagsnyheter meddelade Facebook under torsdagen att de kommer lansera en dejtingfunktion. Konkurrenten Match, som äger Tinder, reagerade negativt på nyheten och sjönk närmare 4,6%. Facebook steg i stället med 2%.

AstraZeneca

Rek: KÖP

Riktkurs: 8000 GBX

Pris: 7191 GBX

Analytiker: David Evans

P/E 18	21,0
P/E 19	24,4
P/E 20	20,3
EV/EBIT 18	18,9
EV/EBIT 19	19,4
EV/EBIT 20	16,8
Utdelning per aktie 18	2,80 GBP
Utdelning per aktie 19	2,80 GBP
Utdelning per aktie 20	2,80 GBP
Direktavkastning 18	3,9%
Direktavkastning 19	3,2%
Direktavkastning 20	3,2%
Net Debt/EBITDA 18	2,3
Net Debt/EBITDA 19	1,7
Net Debt/EBITDA 20	1,6

En sommar med full gas för AstraZeneca

AstraZeneca har levererat strålande resultat, först kommersiellt i Q2-rapporten och sedan med flera lyckade studieresultat under augusti. Vår Köprekommendation har varit baserad på en uppsida i AstraZenecas försäljning och förväntningar på pipeline, men resultaten har varit ännu bättre än våra förväntningar. Vår förväntade vinst per aktie höjs med upp till 13%, drivet av flera läkemedel, inklusive Lynparza, Forxiga, Fasenra och nu DS8201. Våra estimat visar en uppsida på 11% i relation till konsensus för 2022-2023. Vår riktkurs höjs till 80 GBP och vi upprepar Köp. Trots kursuppgången anser vi att risken förblir på uppsidan.

En mycket aktiv period

Efter en kombination av strålande Q2-försäljning, och flera lyckade studieresultat, och efter att ha adderat den nya tillgången DS8201 (från Daiichi) höjer vi vårt försäljningsestimat för 2023 med 9% och VPA med 13%. Vi får nu en vinst per aktie på 8,53 USD för 2023, vilket ger en genomsnittlig tillväxt på 23% för 2019-2023, vilket är den bästa tillväxten inom sektorn. Våra prognoser för AstraZeneca var redan tidigare långt över konsensus och vi bedömer att det gapet kommer att kvarstå även efter att konsensusestimaten justerats uppåt.

Fortfarande en uppsida

Konsensusestimaten för 2023 ser ut att vara för låga och vi bedömer att det finns en uppsida på cirka 10% till de redan höjda vinstestimaten. Samtidigt finns det ytterligare katalysatorer i form av studieresultat som kommer under september och senare i år, vilket skulle kunna höja prognoserna för Lynparza, Imfinzi och DS8201. Vi ser en potential på flera miljarder USD för cancerläkemedlet DS8201, då vi är säkra på att marknads fokus börjar skifta mot den kommersiella potentialen för tillgången. När det gäller absolut värdering ser vi en blygsam uppsida om vi använder vårt krävande antagande om 9% i avkastning på det egna kapitalet, men vi bedömer att investerare kan fortsätta att applicera lägre avkastningskrav för den här typen av utomordentlig tillväxt. Sentimentet är redan positivt inför AstraZeneca men det återstår mycket när det gäller höjda VPA-estimat och vi upprepar Köp. Vår riktkurs höjs till 80 GBP, till följd av mycket högre långsiktiga prognoser.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/04 07:19

Kinnevik

Rek: KÖP

Riktkurs: 330 SEK

Pris: 278 SEK

Analytiker: Markus Gustafsson

P/E 18	54,9
P/E 19	29,1
P/E 20	25,5
EV/EBIT 18	52,5
EV/EBIT 19	28,6
EV/EBIT 20	24,9
Utdelning per aktie 18	8,25 SEK
Utdelning per aktie 19	8,50 SEK
Utdelning per aktie 20	8,75 SEK
Direktavkastning 18	2,9%
Direktavkastning 19	3,1%
Direktavkastning 20	3,2%
Net Debt/EBITDA 18	1,2
Net Debt/EBITDA 19	0,6
Net Debt/EBITDA 20	0,3

Stor potential till hög substansrabatt

Vi har uppgraderat vår riktkurs för Zalando. Vi ser en uppsidespotential för de noterade bolagen i Kinneviks portfölj (85% av NAV) och en potential till lägre substansrabatt från de nuvarande höga nivåerna på 24%. Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 330 SEK (285).

Uppsida i Zalando

Vi höjer våra prognoser för EBIT-marginalen till 3,3% för 2019-2020p, från 2,3%/2,8%, men sänker vårt estimat för försäljningstillväxten till 20,8%/20,0% för 2019/2020p, vilket är i linje med guidningen. Vi ser positivt på Zalandos affärsmodell och bedömer att partnerprogrammet kommer att vara nyckeldrivaren för intäkter och marginaler framöver. Zalando kommer troligen genomgå en transformationsfas till 2021, med stark intäktstillväxt och låga marginaler. På lång sikt avser bolaget att nå EBIT-marginaler på 10-13%, i huvudsak drivet av högre bruttomarginal och operativ hävstång. Vår riktkurs för Zalando uppgår till 48 EUR.

Substansrabatt på 24%

Kinneviks substansrabatt har ökat kraftigt under 2019. Den nuvarande rabatten på 24% kan jämföras med 5-årsnittet på 15% och rabatten på 6% för ett år sedan. Som en jämförelse kan man köpa Millicom, Tele2 och Zalando till en rabatt på 3% och få resten av portföljen gratis. Även om vi ser anledningar till den högre substansrabatten givet de misslyckade exitförsöken nyligen bedömer vi att rabatten inte kommer att öka från nuvarande nivå. En exit från Millicom skulle innebära lägre substansrabatt och vi bedömer att bolaget aktivt jobbar på en sådan.

Ny investering i hälsovårdsbolaget VillageMD

Kinnevik fortsätter att investera i hälsovårdsbolag. Nyligen gjorde de ytterligare investeringar i Livongo och Babylon, och i veckan meddelades en investering på 75 MUSD för en andel på 10% i det USA-baserade hälsovårdsbolaget VillageMD, som fokuserar på primärvård. Digital hälsovård och finansiella tjänster är ett tydligt fokus för Kinnevik.

Värdering

Vi värderar Kinnevik till vårt mål-NAV med 20% rabatt. Vi höjer riktkursen till 330 SEK (285) och upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/05 07:00

Volvo

Rek: KÖP

Riktkurs: 170 SEK

Pris: 137 SEK

Analytiker: Mats Liss

Navistars rapport

Volvos amerikanska konkurrent Navistar presenterade en starkare än väntad rapport för Q3 (maj-juli). Bolaget guidade för en nedgång på lastbilsmarknaden inom NAFTA med 25% för 2020, vilket är något bättre än vår bedömning för NAFTA. Volvo kommer att presentera sin guidning för 2020 i samband med Q3-rapporten. Sammantaget presenterade Navistar ganska betryggande utsikter och förväntar sig att upprätthålla vinsterna, med stöd av eftermarknaden och Traton-relaterade synergier, trots den förväntade nedgången. Vår riktkurs på 170 SEK för Volvo är baserad på en konkurrentjämförelse och en kassaflödesvärdering. Vi upprepar Köp.

NAFTA-försäljning ned enligt förväntan

Navistar gick ut med en guidning för klass 8-marknaden inom NAFTA och förväntar sig att den minskar med 25% för 2020. Navistar har en högkvalitativ orderbok som uppgår till 165 dagar och ser en stabil miljö fram till Q1. Navistar har upplevt få tillbakadragna order, men kunderna gillar att ändra på timingen av leveranserna och priset på begagnade lastbilar sjunker. Nedgången med 25% är något lägre än vårt estimat.

Navistar förväntar sig att upprätthålla resultatnivån

Navistar förväntar sig att behålla vinstnivån under 2020. Eftermarknaden väntas ge stöd med ökad reservdelsförsäljning. Samtidigt förväntar sig bolaget att öka marknadsandelen, särskilt inom medium-segmentet och därtill väntas produktionen löpa smidigare. Slutligen väntas också inköpsrelaterade synergier från integrationen med Traton. Vi upprepar Köp i Volvo med riktkursen 170 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/05 09:35

Metso

Rek: KÖP

Riktkurs: 39 EUR

Pris: 35 EUR

Analytiker: Markus Almerud

Vykort från Stockholm

Vi stod värdar för ett investerarmöte i Stockholm med Metsos finanschef och IR. De ser en begränsad påverkan i efterfrågan från gruvindustrin till följd av avmattningen inom industrin, men varnade också för att aggregaten kommer att vara säsongsmässigt svagare under andra halvåret. Finanschefen förväntar sig att nå en marginalexpansion med "flera hundra baspunkter" samtidigt som hon förväntar sig att nå kostnadsbesparingar på 100 MEUR. Vi upprepar Köp och riktkursen 39 EUR.

Ingen påverkan från industrins avmattning...

Trots att svaga makrosiffror historiskt har påverkat gruvindustrins marknader har det varit annorlunda den här gången. Finanschefen uppgav att hon ännu inte sett någon påverkan i siffrorna. Efterfrågan är generellt stark och det finns tydligt en aktiv pipeline inom koppar, men då licenser försenas tar det tid. Under tiden försöker gruvbolagen höja produktionen.

...men H2 säsongsmässigt svagare

Medan Q1 var det starkaste kvartalet någonsin för Metso, bör vi se avtagande tillväxttal under andra halvåret då aggregaten är säsongsmässigt svagare. Även om Indien varit mycket svagare än förväntat är USA det huvudsakliga orosmolnet framöver. Om USA fortsätter att sakta ned kommer 2020 att påverkas. Än så länge har Metso inte haft några problem att kompensera för tullkostnader genom högre priser, men om tullarna fortsätter att öka kommer det att bli svårare.

Förvänta stor marginalexpansion

Metso har fortfarande ett marginalmål (EBITA) på 15% och bolaget kommer inte att sätta något nytt mål innan samgåendet med Outotec är genomfört. Med en marginal på 11,6% under 2018 och 12,8% under första halvåret är bolaget ganska långt från marginalmålet, men marginalen fortsätter att förbättras och finanschefen förväntar en förbättring med "flera hundra baspunkter". I vår kassaflödesvärdering antar vi 12% i långsiktig marginal, vilket ger ett värde på 43 EUR per aktie. Med ett antagande om 14% i marginal stiger värdet till 48 EUR.

100 MEUR i kostnadssynergier

Metso och Outotec har målet att nå 100 MEUR i kostnadsbesparingar och 150 MEUR i intäktssynergier efter samgåendet. Finanschefen uppgav att hon var ganska säker på att kunna nå kostnadsbesparingarna. Givet att Metso Outotec hade ett justerat EBIT-resultat (pro forma) på 337 MEUR under 2018 är 100 MEUR signifikant. Vår riktkurs är baserad på målmultiplar för 2022p som diskonteras till slutet av 2020p samt en kassaflödesvärdering. Vi upprepar Köp och riktkursen 39 EUR.

Pandox

Rek: KÖP

Riktkurs: 225 SEK

Pris: 192 SEK

Analytiker: Albin Sandberg

Fastighetsvärdering har mer att ge

Sedan Q2 har ränteavkastningen på femåriga svenska obligationer pressats med cirka 30 punkter, vilket vi anser vara stödjande för utsikterna kring fastigheternas avkastningskrav och nordiskt RevPAR-data för juli och augusti återspeglar trenderna som sågs under första halvåret, med Stockholm som huvudsaklig positiv punkt. Q3-resultatet och potentiellt värdeskapande förvärv är nästa troliga triggers, enligt vår mening. Vi upprepar Köp och höjer riktkursen till 225 SEK (205).

Exklusivt fokus på hotell ger unik edge

Pandox sticker ut i vår nordiska fastighetsgrupp på grund av dess exklusiva fokus på hotell. 85% av tillgångarna (sett till värde) leasas till operatörer, och övriga 15% både ägs och drivs av Pandox. Norden är deras största marknad med 46% av värdet (Sverige 26%) följt av Storbritannien (18%) och Tyskland (18%). Sedan de grundades 1995, har intäkterna aldrig minskat, vilket vi härleder till deras mix, men en fokus på det mindre volatila mellansegmentet.

Hotellmarknaden förväntas växa och Pandox överprestera

Under de senaste fem åren, estimerar vi att Pandox har överpresterat relativt europeisk RevPAR-tillväxt med cirka 80 baspunkter, och vi förväntar oss att trenden håller i sig till 2021p. Nordiskt RevPAR-data för juli och augusti förblir blandat med Stockholm som stabilt efter en gedigen utveckling i augusti, medan både Oslo och Köpenhamn påverkades negativt av utökad utbud.

Stöd för höjd värdering genom sänkta avkastningskrav

Sedan Q2 har ränteavkastningen på femåriga svenska obligationer pressats med cirka 30 punkter, vilket vi anser vara stödjande för utsikterna kring fastigheternas avkastningskrav. Vi bedömer att en sänkning med 25 punkter skulle påverka NAV med 10% i genomsnitt för den nordiska fastighetssektorn.

Köp, riktkurs höjs till 225 SEK (205)

Vi höjer vår tillgångsbaserade riktkurs till 225 SEK (205), vilken är baserad på 12-månaders framåtblickande NAV med en premie på 15%. Det reflekterar historisk värdering men tar också höjd för höjda fastighetsvärderingar. Vid sidan om Q3-rapporten den 24 oktober ser vi förvärv som möjliga positiva trigger. Vi upprepar Köp.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/04 07:19

Resurs Holding AB

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 58 SEK

Pris: 57 SEK

Analytiker: Robin Rane

Banken för handeln

Resurs Holding har haft en snabb tillväxt och stark lönsamhet under det senaste decenniet. Även om vi ser att strukturella faktorer som nya distributionskanaler ger stöd åt fortsatt tillväxt inom konsumentkrediter ser vi även regulatorernas rädsla för den allt ökande skuldsättningen bland hushållen, vilket sannolikt kommer att hålla tillbaka tillväxten. Vi förväntar oss också att kreditförlusterna stiger från låga nivåer, vilket skapar motvind i resultatet. Vi förväntar oss att Resurs Holdings genomsnittliga tillväxt i vinsten per aktie uppgår till 2,4% för 2019-2021p, väsentligt lägre än de 17,7% som uppnåddes för åren 2016-2018. Vi förväntar oss att aktien får stöd av direktavkastningen på 6,8-7,6%. Vi inleder bevakning med Behåll och riktkursen 58 SEK.

Investment case

Flera av de strukturella drivarna som lett till framväxten av nordiska nischbanker kommer att fortsätta ge stöd till fortsatt tillväxt, enligt vår mening. Dessa drivare inkluderar utvecklingen av nya distributionskanaler samt ändrade konsumentbeteenden. Ytterligare tillväxt för Resurs väntas komma från utvecklingen och breddningen av deras erbjudande inom Retail Finance som erbjuder konsumentfinansiering och är kärnan i verksamheten. Dock, oro kring de svenska hushållens höga skuldsättning väntas leda till regleringar som håller tillbaka tillväxten. Vi väntar oss också att Resurs erbjudande kommer att möta en utökad konkurrens. Vi bedömer att kreditförlusterna i det nordiska banksystemet kommer att öka från nuvarande låga nivåer under de kommande tre åren då konjunkturen försvagas samtidigt som möjligheten till penningpolitiska stimulanser är begränsad. Vi förväntar oss att Resurs Holdings starka vinsttillväxt under åren 2016-2018 på 17,7% i genomsnitt, minskar till 2,4% för 2019-2021 då konkurrens och kreditförluster väntas utgöra en tilltagande motvind. Dock, banken är välkapitaliserad och erbjuder en attraktiv direktavkastning på 6,8-7,6% baserat på en utdelningsgrad på 61-69%, enligt våra estimat.

Värdering

Baserat på våra estimat för 2019-2021 värderar vi Resurs Holding genom en modell baserat på överskottskapital. Med en antagen kostnad för det egna kapitalet på 11,5%, en långsiktig tillväxt på 2,5% och 16,5% i långsiktig avkastning på det egna kapitalet ger vår värderingsmodell en riktkurs på 58 SEK. Givet att vi anser att aktien är rimligt värderad och då vi inte ser några kommande triggers som kan ändra på sentimentet inleder vi bevakning med Behåll.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/05 07:26

Scandic Hotels Group

Rek: KÖP

Riktkurs: 104 SEK

Pris: 77 SEK

Analytiker: Markus Gustafsson

Stark efterfrågan på de flesta marknaderna

Det senaste RevPAR-datat (intäkt per rum) bekräftar vår syn på en viss positiv utveckling i Stockholm och utmaningar i Oslo och Köpenhamn till följd av nytt utbud. Sammantaget förväntar vi oss en låg ensiffrig RevPAR-tillväxt i Norden framöver. Vi upprepar Köp och riktkursen 104 SEK.

Bolagsprofil

Scandic är den ledande hotelloperatören i Norden med omkring 57 000 hotellrum på 130 olika platser. Scandic är primärt inriktat på mellanklass-hotell och deras leasingkontrakt inkluderar vanligtvis rörliga hyror som beräknas baserat på intäkter och delade investeringsåtaganden med fastighetsägaren. Omkring 94% av hotellen är leasade och Sverige är den största marknaden sett till försäljning (41%), följt av Norge (31%) och Finland (13%). Affärsresande och konferenser står för 70% av Scandics intäkter.

Investment case

Vi förväntar oss låg ensiffrig tillväxt i RevPAR för 2019-2021p och en något ökad EBITDA-marginal efter ökat lönsamhetsfokus från den nye vd'n. Intäktstillväxten på 4-5% kommer primärt att drivas av en stark pipeline av nya hotell som utgör 11% av nuvarande bestånd. RevPAR-trenden i juli och augusti bekräftar vår syn på förbättrad trend i Stockholm och Sverige, medan Oslo och Köpenhamn fortfarande tyngs av nytt utbud, vilket generellt tar viss tid innan det absorberas. Turism- och fritidsmarknaden är stark och växande, särskilt i Norge och borde kompensera för den svagare marknaden i Oslo.

Katalysatorer

De främsta katalysatorerna på kort sikt är: 1) Fortsatt återhämtning av RevPAR i Stockholm, den viktigaste marknaden; 2) förbättrad RevPAR-trend i Oslo; 3) åtgärder för att lämna olönsamma hotell; och 4) fortsatt expansion i Tyskland.

Värdering

Vi värderar Scandic med en kassaflödesmodell, med ett antagande om långsiktig försäljningstillväxt på 2%, långsiktig rörelsemarginal på 6,5% och vägd kapitalkostnad på 8,7%. Vid vår riktkurs skulle Scandic handlas till EV/EBIT på 11,8x och P/E på 13,9x för 2020p. Vi upprepar Köp och riktkursen 104 SEK.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/06 07:15

NetEnt

Rek: BEHÅLL

Riktkurs: 32 SEK

Pris: 29 SEK

Analytiker: Hjalmar Ahlberg

Förvärv av Red Tiger skapar potential

NetEnts förvärv av Red Tiger är intressant och kommer sannolikt resultera i en förbättrad organisk tillväxt för bolaget. Dock, förvärvet har gjorts till en hög multipel (EV/EBITDA på cirka 11-12x) och även om vi höjer våra organiska tillväxtförväntningar ser vi en begränsad uppsida i aktien. Vi upprepar Behåll och höjer riktkursen till 32 SEK (31).

Red Tiger är ett bra komplement men förvärvas till hög multipel

Red Tiger ser ut att vara ett bra komplement till NetEnt då Red Tiger adderar nya spel med jackpot-funktionalitet som för närvarande inte finns i NetEnts portfölj. Förvärvet ökar också NetEnts exponering mot Storbritannien, vilket är en marknad där NetEnt har haft en relativt liten marknadsandel. Därtill har Red Tiger en stark och modern utvecklingsstudio, vilket kommer att hjälpa NetEnt att växa portföljen av spel. Slutligen är Red Tiger ett litet bolag med bara cirka 50 kunder, jämfört med NetEnt som finns tillgängligt hos cirka 200 operatörer, vilket bör ge enkelt nåbara synergier.

Tillväxtsynergier förbättrar organisk tillväxt

Nyckelpotentialen för synergier är genom att tillgängliggöra Red Tigers spel hos NetEnts kunder. NetEnt meddelade nyligen att de har utvecklat en öppen plattform där de kan erbjuda spel från externa leverantörer. Vi bedömer att det bör innebära att tillväxtsynergier kan nås snabbt även om Red Tiger initialt drivs som en separat enhet.

EBITDA upp 28-35% för 2020-2021p

Enligt NetEnt väntas Red Tiger uppnå EBITDA på cirka 19 MGBP (cirka 214 MSEK) för 2019p. Vi förstår att Red Tiger har högre lönsamhet än NetEnt och vi förväntar oss därför att förvärvet adderar cirka 400 MSEK i försäljning per år och 225-250 MSEK i EBITDA för 2020p med ytterligare förbättring 2021p, då intäkts synergier realiserar. Sammantaget höjer vi EBITDA-estimatet med 28-35% för 2020-2021p.

Fortsatt begränsad uppsida, Behåll upprepas

Även om vi höjt våra estimat efter förvärvet ser vi fortfarande en begränsad uppsida då de förväntade tillväxtsynergierna motverkas av ett högt förvärvspris på cirka 11-12x EBITDA jämfört med cirka 7-8x för NetEnt före förvärvet. Med ett rimligt värde som baseras på genomsnittet av en kassaflödesvärdering och 10x EV/EBITDA för 2020p når vi en riktkurs på 32 SEK (31) och vi upprepar Behåll.

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/06 07:01

Clas Ohlson

Rek: KÖP

Riktkurs: 110 SEK

Pris: 100 SEK

Analytiker: Markus Borge Heiberg

Aktiekurs sjunker, förväntningarna stiger

Clas Ohlson redovisade ett resultat på 91 MSEK (ex. IFRS 16), i linje med våra förväntningar, drivet av positiv kostnadsförbättring men lägre bruttomarginal. Osäkerhet i bruttomarginalen och uppgifter om butiksstängningar kan förklara den svaga aktiekursutvecklingen efter rapporten. Med tanke på den valutautvecklingen under de senaste månaderna var den försiktiga guidningen för bruttomarginalen emellertid inte oväntad. Dessutom kommer e-handelskanaler att generera praktiskt taget all tillväxt framöver och vi är inte förvånade över de stängda butikerna i Finland då de haft låg lönsamhet. Effektivitetsförbättringar och jämn likvärdig tillväxt skiftar fokus bort från butiksexpansion till kundupplevelse. Vi höjer våra förväntningar på medel- och långsikt med cirka 30 punkter. Vi höjer riktkursen till 110 SEK (105) och upprepar Köp.

Positiv utveckling av bruttoreultatet

Bruttoreultatet ökade med 3,4% under Q1 trots att bruttomarginalen var under press. H2 ser ännu mer utmanande ut med SEK/USD 7% svagare per år i slutet av augusti. Vi förväntar oss att bruttomarginalen kommer att minska ytterligare mot 39,5% vid slutet av helåret 2019/20, men stabiliseras tillsammans med prisjusteringar. Vi ser inte lägre bruttomarginal som en indikation på ökade nedräkningar utan snarare valutarelaterade. Vi tror också att det är viktigare att hålla jämförbara siffror på en sund nivå för att uppnå ledningens produktivetsmål och öka omfattningen på onlinekanalen. Vi finner således den rapporterade 3% LFL-tillväxten i augusti drivet av 39% online-tillväxt som lugnande.

SG&A minskade med 1% medan försäljningen ökade med 4%

Ledningen betonar vikten av försäljning per kvadratmeter över alla andra mått och verkar uppnå just det. Vi håller med ledningen, och en sänkt eller rent av negativ butikstillväxt är bra så länge kostnaderna minskar snabbare (dvs. produktiviteten förbättras). Praktiskt taget all marknadstillväxt inom nordisk gör-det-själv förväntas ske online framöver. Att stänga ineffektiva butiker visar en proaktiv hantering.

Värdering

Vi höjer våra beräkningar för marginaler på medel- och långsiktig efter förbättrad synlighet av CO100+-programmet. Vår riktkurs på 110 SEK (105) motsvarar 15x under helår 2020/21p VPA och 5,7% utdelning. Vi inkluderar även IFRS 16 i våra estimat för långsiktig i EBIT-marginal i DCF (9% COE och 2% LTG) till 7,5% från 6,0% (varav cirka 120 punkter på grund av IFRS 16). Vi upprepar Köp och en höjd riktkurs på 110 SEK (105).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/05 07:31

Kongsberg Automotive

Rek: KÖP

Riktkurs: 8 NOK

Pris: 6 NOK

Analytiker: Mats Liss

Uppdaterad guidning

Kongsberg Automotive (KOA), en leverantör av komponenter och system för fordonstillverkare, uppdaterade sin guidning igår. Den reviderade EBIT-guidningen för 2019 sänktes med cirka 5% jämfört med maj och kommentarerna i Q2-rapporten. Bolagets orderbok är värd cirka 140% av försäljningen och kommer att fortsättningsvis vara stödjande. Då företagets fokus är på att leverera en utökning av produktionen och hantera en hög hävstång, förväntar vi oss att utdelningen blir blygsam under de närmaste åren. Vi upprepar Köp och sänker riktkursen till 8 NOK (9), främst till följd av nedgången i våra prognoser. Riktkursen är baserad på Jämförbara konkurrenter och en kassaflödesvärdering, med en WACC på 10%, en långsiktig tillväxt på 2% och en EBITDA-marginal på 10%. Vi upprepar köp och sänker riktkursen till 8 NOK (9).

Guidning reviderad för 2019

Kongsberg uppdaterade sin guidning något denna vecka till följd av de svagare marknadsförhållandena sedan mitten av maj då den senaste uppdateringen gjordes. Bolaget har sänkt guidningen för sin helårsförsäljning med 2% och EBIT med 5%. KOA har inte utfärdat någon guidning för nästa år, men även om den jämförelsen å/å blir enklare och KOA fortsätter att öka sin orderbok kommer utgångspunkten för 2020p att vara lägre och bilmarknaderna kan, i bästa fall, förväntas vara mer eller mer mindre oförändrade. KOA förväntas växa snabbare än den globala bilproduktionen och vi förväntar oss att försäljningen kommer att förbättras med 7-8% på till följd av uppbyggnaden av orderboken.

Stödjande orderbok

De nya affärsvinsterna har varit starka de senaste åren och under de senaste 12 -månaderna har KOA fått order på cirka 352 MEUR. Vi förväntar att den nuvarande orderboken motsvarar cirka 1,4-1,5x försäljningen. Ledtiden mellan beställning och leverans är minst 2-3 år. Orderboken är anledningen till att vi förväntar oss att försäljningen fortsätter att växa utöver den förväntade fordonsproduktionen under de närmaste åren.

Hävstång

KOA: s guidning är att nettoskulden/EBITDA ska vara cirka 1,5 gånger. Den nuvarande nettoskulden uppgår till 341 MEUR, inklusive IFRS 16 leasingavtal på 92 MEUR, vilket representerar en hävstångskvot på 3x, eller 2,3x exklusive leasingavtalen, fortfarande långt över målet. Framöver förväntas EBITDA växa och nettoskulden minska, vilket förbättrar hävstångskvoten till 1,8x eller 1,1x exklusive leasingavtalen. Vi upprepar Köp och sänker riktkursen till 8 NOK (9).

Producerad av KEPLER CHEUVREUX den 2019/09/06 06:57

Bolagsrapporter kommande vecka

Dag	Period	Bolag
-----	--------	-------

Inga rapporter

Makrostatistik kommande vecka

Måndag

			Period
JP	01:50	BNP (def)	
	08:30	Boprisindikator	Sep
EMU	10:30	Sentix investerarförtroende	Sep

Tisdag

			Period
CH	03:30	KPI	Aug
CH	03:30	PPI	Aug
	06:00	Svensk Handel Sil: stilindex	Aug
SE	09:30	SCB: KPI	Aug
SE	09:30	SCB: Hushållens konsumtion	Jul
USA	12:00	NFIB småföretagsindex	Aug

Onsdag

			Period
USA	14:30	PPI	Aug
		Opec månadsrapport	

Torsdag

			Period
JP	01:50	Maskinorder	Jul
USA	14:30	KPI	Aug
	13:45	ECB: Ränthebesked	

Fredag

			Period
EMU	11:00	Handelsbalans	Jul
USA	14:30	Detaljhandel	Aug
USA	16:00	Michiganindex (prel)	Sep
SE	09:30	SCB: BNP	
		Eurogruppmöte	

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)
AstraZeneca	GB0009895292	Inga tillkännagivanden
Kinnevik	SE0008373906	3
Volvo	SE0000115446	Inga tillkännagivanden
Metso	FI0009007835	Inga tillkännagivanden
Pandox	SE0007100359	Inga tillkännagivanden
Resurs Holding AB	SE0007665823	Inga tillkännagivanden
Scandic Hotels Group	DK0060542181	Inga tillkännagivanden
NetEnt	SE0012455525	Inga tillkännagivanden
Clas Ohlson	SE0000584948	Inga tillkännagivanden
Kongsberg Automotive	NO0003033102	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 offentligt investmentbanking-uppdrag med bolaget;
4. Swedbank har ingen pågående eller slutfördt offentligt 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.