

Den store aksjekvelden Oslo

Nordeas favorittaksjer

Jon Hille-Walle

Porteføljeforvalter norske aksjer

20.11.2017





Atea – fordi kjedelig er bra!

Atea Business Model:

Atea selger IT-infrastruktur (software, hardware og tjenester).

Business-to-business

Supplier Agnostic

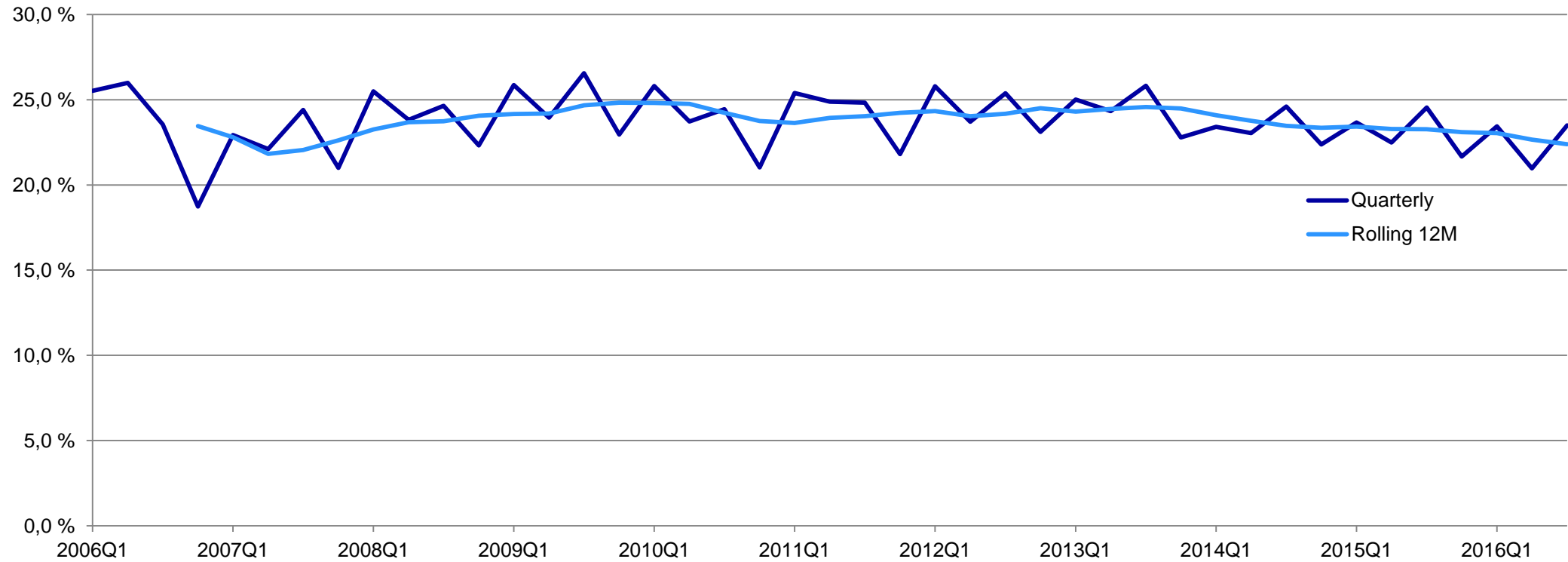
Investeringscase:

Lavrisiko eksponering mot den pågående digitaliseringen av privat næringsliv og offentlig sektor.



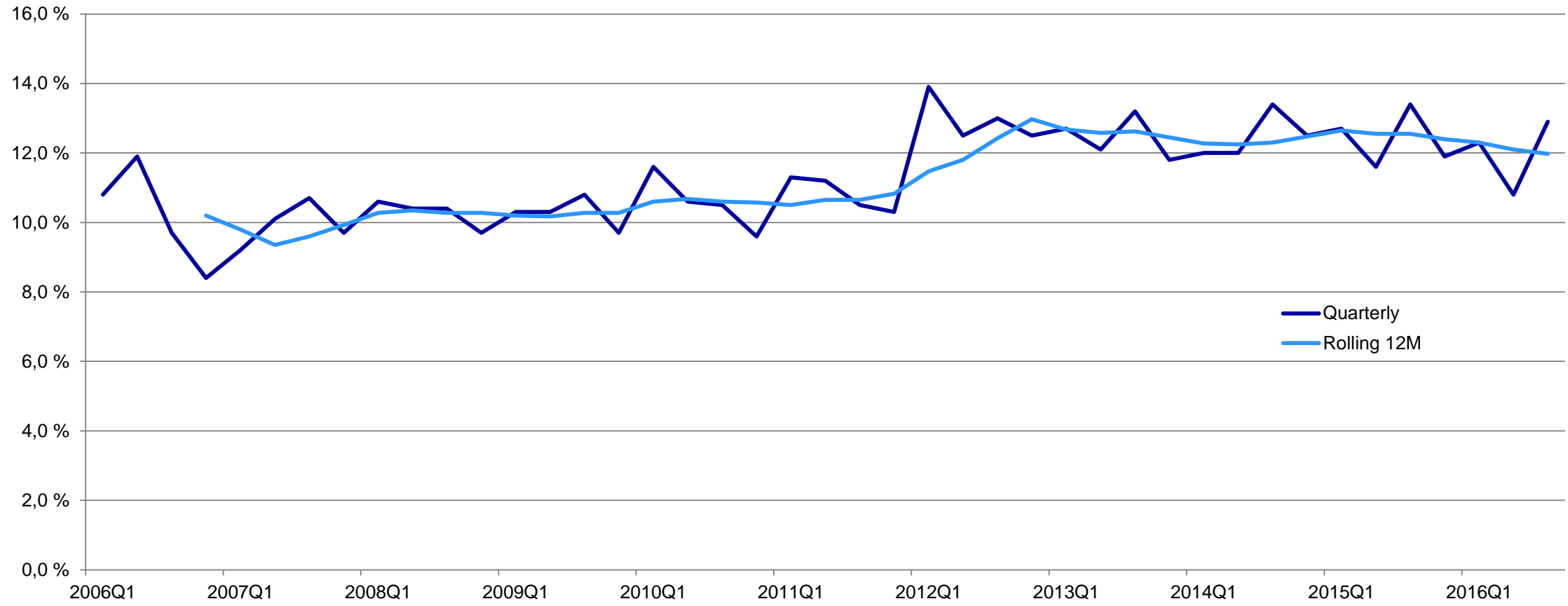


Stabile marginer



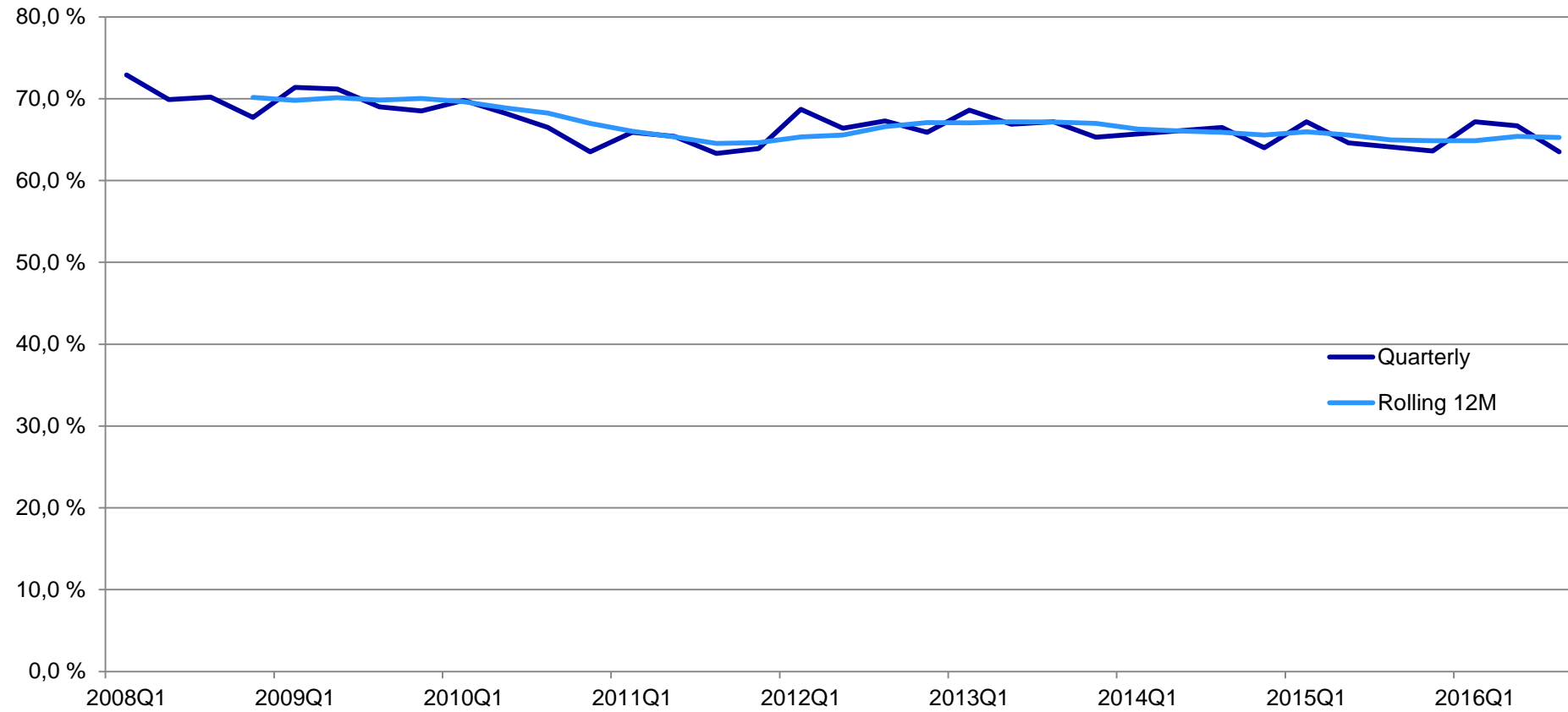


Produktmarginer



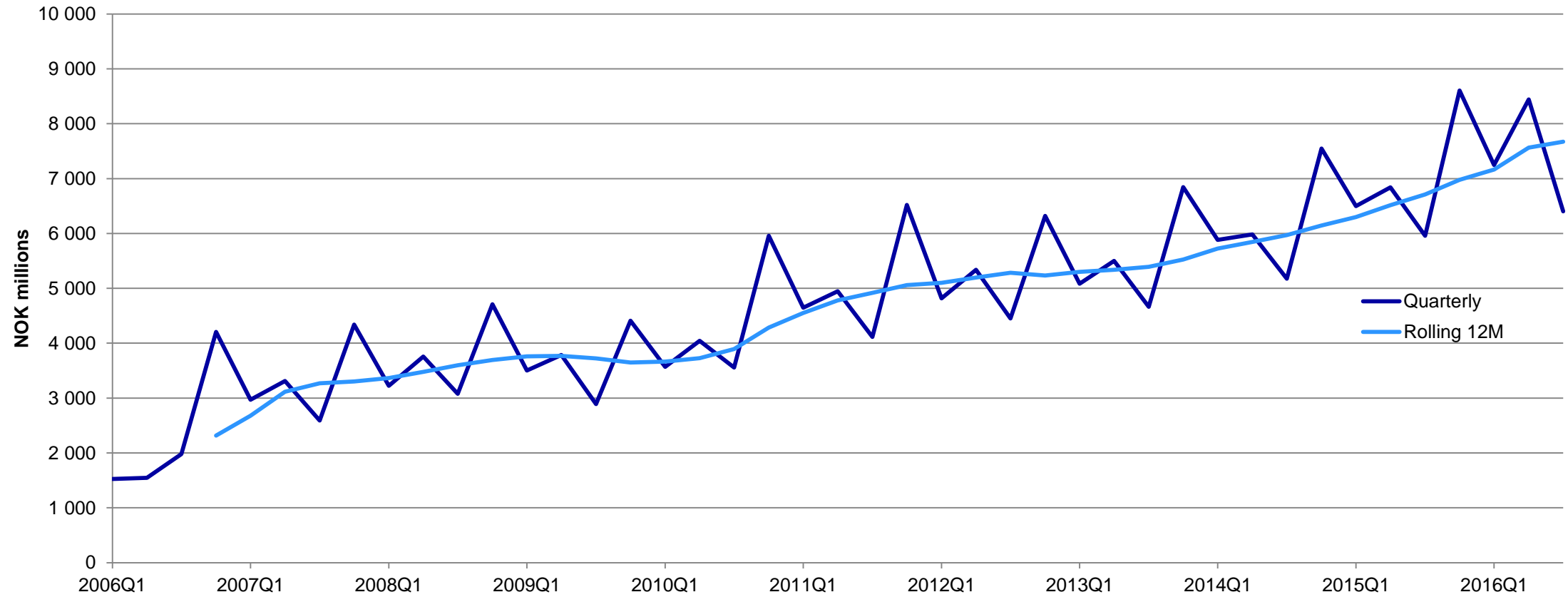


Service margins



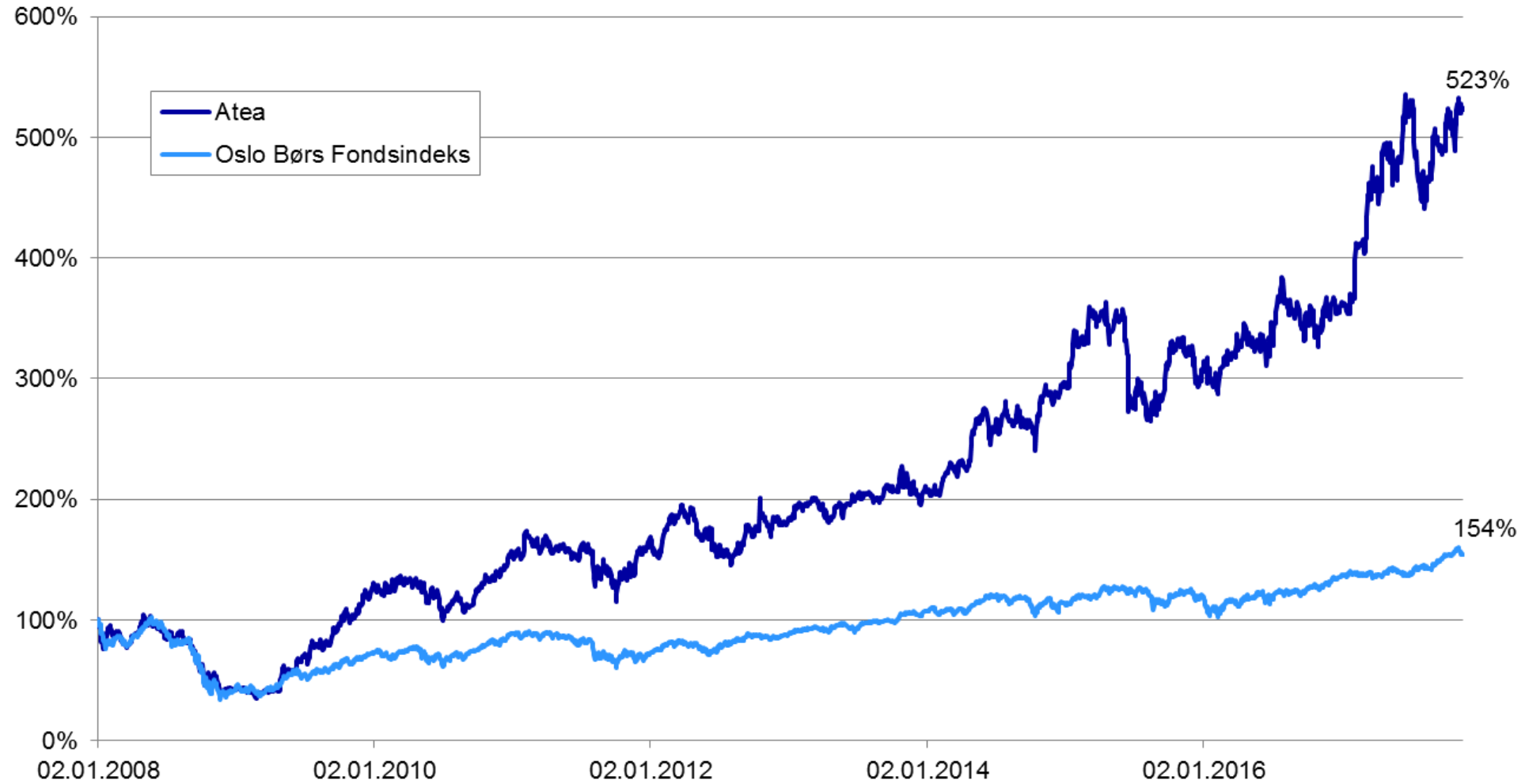


Historisk utvikling topplinje





Kursutvikling siste ti år – ikke kjedelig!





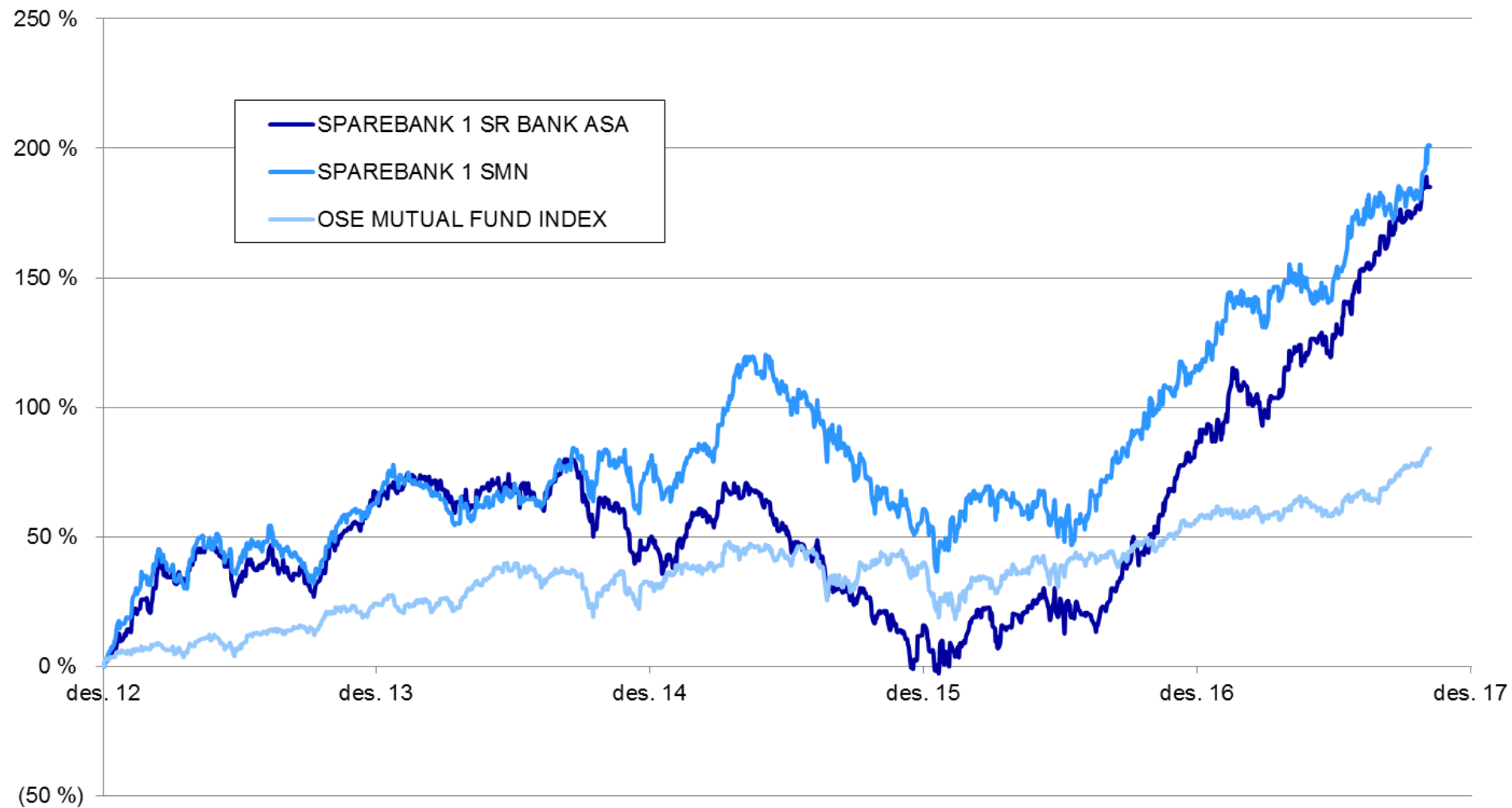
Estimatene virker realistiske

P&L	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Sales	14 768	14 589	17 131	20 228	20 930	22 096	24 588	27 904	31 188	31 940	33 381	34 590
<u>Salgsvekst</u>	<u>11,8 %</u>	<u>-1,2 %</u>	<u>17,4 %</u>	<u>18,1 %</u>	<u>3,5 %</u>	<u>5,6 %</u>	<u>11,3 %</u>	<u>13,5 %</u>	<u>11,8 %</u>	<u>2,4 %</u>	<u>4,5 %</u>	<u>3,6 %</u>
COGS	-14 227	-14 087	-16 454	-19 370	-20 118	-21 313	-23 658	-26 967	-30 104	-30 785	-32 052	-33 123
EBITDA	541	501	677	858	813	783	930	937	1 084	1 155	1 328	1 467
<u>EBITDA %</u>	<u>3,7 %</u>	<u>3,4 %</u>	<u>4,0 %</u>	<u>4,2 %</u>	<u>3,9 %</u>	<u>3,5 %</u>	<u>3,8 %</u>	<u>3,4 %</u>	<u>3,5 %</u>	<u>3,6 %</u>	<u>4,0 %</u>	<u>4,2 %</u>
Depr & Amort	- 140	- 167	- 203	- 206	- 252	- 346	- 346	- 409	- 407	- 379	- 367	- 363
EBIT	401	334	474	651	561	437	585	528	677	776	962	1 104
<u>EBIT %</u>	<u>2,7 %</u>	<u>2,3 %</u>	<u>2,8 %</u>	<u>3,2 %</u>	<u>2,7 %</u>	<u>2,0 %</u>	<u>2,4 %</u>	<u>1,9 %</u>	<u>2,2 %</u>	<u>2,4 %</u>	<u>2,9 %</u>	<u>3,2 %</u>
Netto Finans	- 67	- 55	- 25	- 39	- 40	- 131	- 74	- 96	- 60	- 63	- 52	- 38
Pre-Tax Profit	335	279	449	613	521	306	511	432	617	713	910	1 066
Skatt	96	103	48	- 20	- 14	32	- 82	- 39	- 105	- 139	- 182	- 224
Net Income	431	382	497	593	508	339	429	393	512	574	728	842
<u>Net Income i % av Sales</u>	<u>2,9 %</u>	<u>2,6 %</u>	<u>2,9 %</u>	<u>2,9 %</u>	<u>2,4 %</u>	<u>1,5 %</u>	<u>1,7 %</u>	<u>1,4 %</u>	<u>1,6 %</u>	<u>1,8 %</u>	<u>2,2 %</u>	<u>2,4 %</u>
EPS	4,5	4,0	5,3	6,0	5,1	3,3	4,1	3,8	4,9	5,4	6,8	7,9

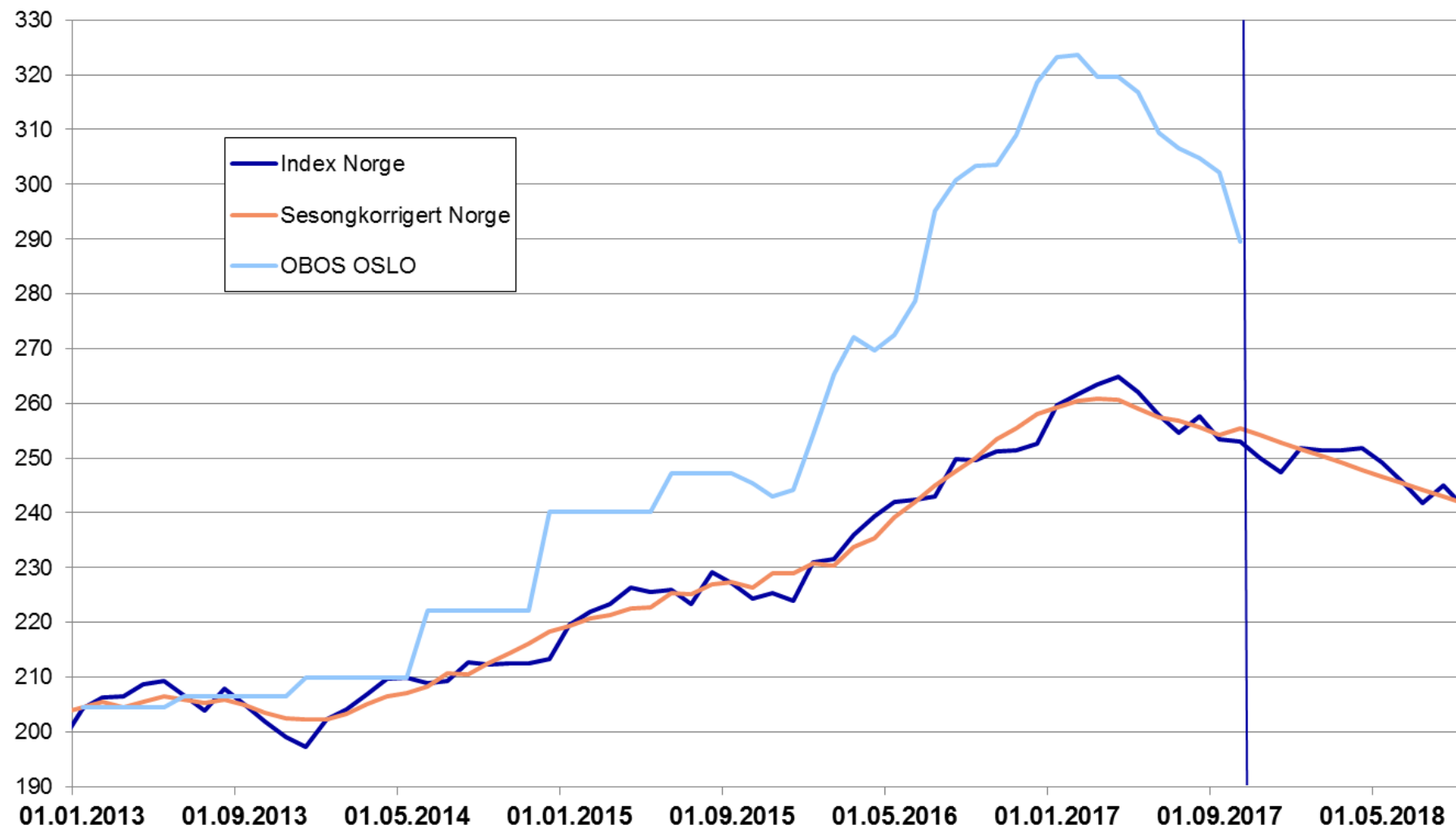
...og prisingen er fortsatt attraktiv

	Bechtle	Compucenter	Atea	Snitt Peers	Implisitt kursmål	Implisitt oppside
2018 konsensus P/E	21,9	17,2	15,9	19,6	133,1	23 %
2019 konsensus P/E	22,1	16,4	13,8	19,2	151,8	40 %
Dividend Yield 2018	1,4 %	2,4 %	6,2 %	1,9 %	353,7	226 %

Bankaksjer har knust Oslo Børs – grunn til bekymring?

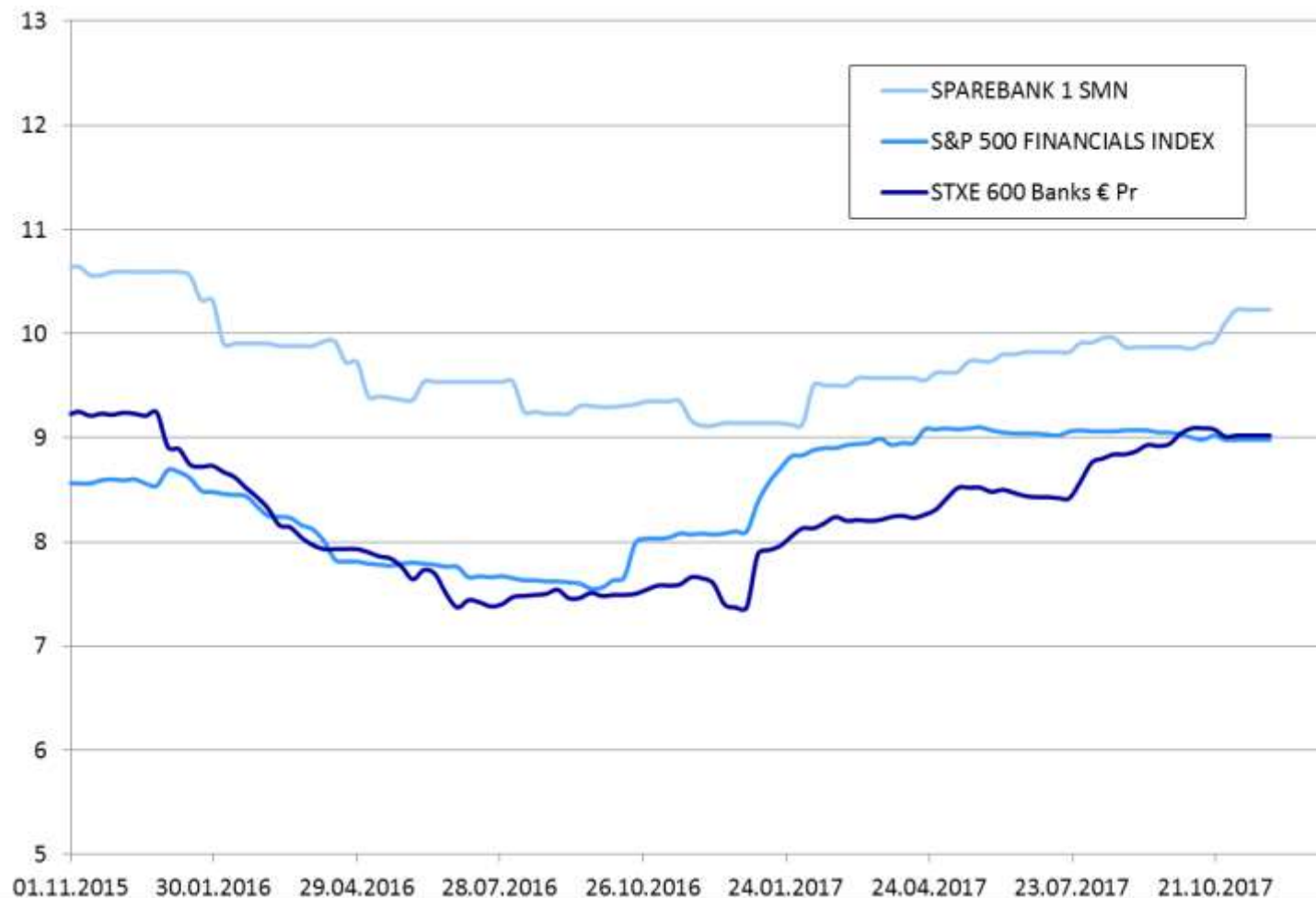


Eiendomspriser i Norge



Bankene står godt også ved fall i boligprisene, fordi:

- Norske banker er godt kapitalisert, også relativt til europeiske banker.
- Norske banker har høy avkastning på kapitalen.
- Belåningsgraden for boliglånene er moderat, og det er vanskelig å gå personlig konkurs i Norge.
- Boligutviklere har solgt mesteparten av boligene før byggestart.
- Innen næringseiendom har det vært lite nybygg de siste årene, og det er liten ledighet i kontormarkedet.
- Fall i boligprisene i Norge fører til lavere NOK, og bedre konkurransesituasjon for Norge.
- Konklusjon: Lite sannsynlig at bankene vil få store tap som følge av fallende boligpriser.

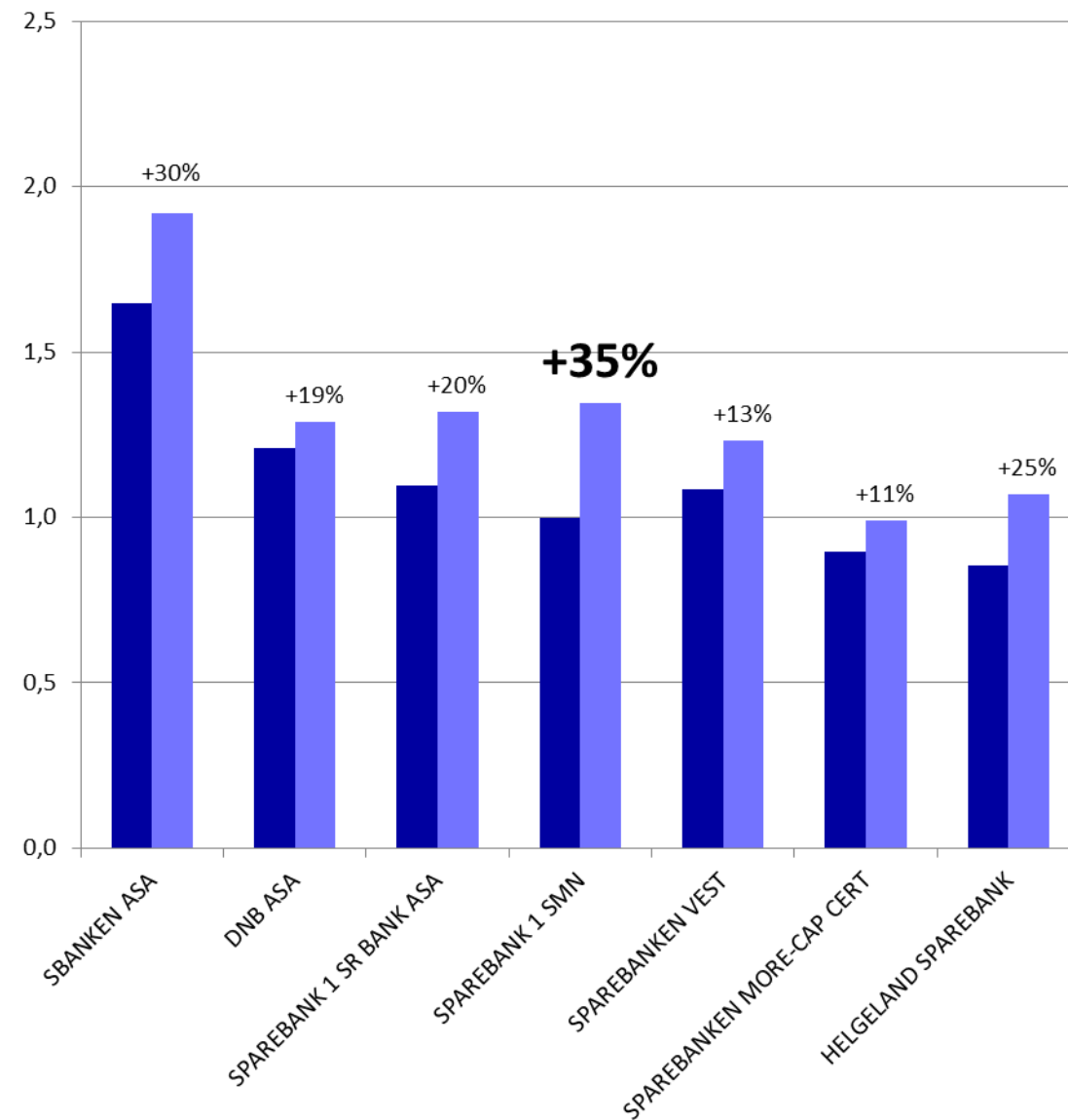


Er bankaksjene blitt dyre?

Bank	ROE 2018	Normal vekst	Fair Pris/bok	Dagens Pris/bok	Oppside til normal verdsettelse
SBANKEN ASA	13,6	4,0 %	1,9	1,6	17 %
DNB ASA	10,4	4,0 %	1,3	1,2	7 %
SPAREBANK 1 SR BANK ASA	10,6	4,0 %	1,3	1,1	20 %
SPAREBANK 1 SMN	10,7	4,0 %	1,3	1,0	35 %
SPAREBANKEN VEST	10,6	2,0 %	1,2	1,1	14 %
SPAREBANKEN MORE-CAP	8,9	4,0 %	1,0	0,9	11 %
HELGELAND SPAREBANK	9,4	4,0 %	1,1	0,9	25 %

Avkastningskrav = 9,0 %

Fair Pris/Bok = $\frac{\text{Avkastning på EK (ROE)} - \text{Vekst}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekst}}$



Kongsberg Automotive

Interior



MARKET & PRODUCTS



Comfort and safety related products for vehicle interiors

—
Seat support systems

—
Seat climate systems

—
Light duty cables

Powertrain & Chassis Products



MARKET & PRODUCTS



Powertrain systems and chassis related products for commercial and light duty vehicles

—
Gear shifters for automatic & manual transmissions

—
Shift cables & towers

—
Gear & clutch control systems including actuators

—
Chassis stabilizers

Specialty Products



MARKET & PRODUCTS



Driver control and fluid handling systems for commercial vehicles and passenger cars, as well as innovation products and software

—
Air couplings

—
Fuel transfer systems including specialized hoses, tubes, and assemblies

—
Power electronics

—
Products for various Off road, recreational vehicles, and power sports applications including steering columns, displays, pedals, hand controls

—
New products consisting of new product innovations

Kongsberg Automotive

- Selskapet har lang og svak historikk
- Svak til negativ avkastning til aksjonærene siden 2008
- Nytt styre og ledelse i 2016 – omfattende restrukturering av selskapet startet

P&L	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sales	164	298	304	261	315	356	399	906	623	864	1 000	1 001	991	979	1 020	986
Salgsvekst	0,0 %	82,4 %	1,8 %	-14,1 %	20,8 %	12,9 %	12,1 %	127,2 %	-31,3 %	38,8 %	15,7 %	0,1 %	-1,0 %	-1,2 %	4,2 %	-3,4 %
COGS	-149	-267	-271	-207	-268	-309	-358	-860	-622	-807	-918	-924	-894	-882	-918	-922
EBITDA	15	31	33	54	48	47	41	46	1	57	82	77	97	97	103	63
<u>EBITDA %</u>	<u>9,2 %</u>	<u>10,4 %</u>	<u>10,9 %</u>	<u>20,6 %</u>	<u>15,1 %</u>	<u>13,1 %</u>	<u>10,3 %</u>	<u>5,1 %</u>	<u>0,1 %</u>	<u>6,6 %</u>	<u>8,2 %</u>	<u>7,7 %</u>	<u>9,8 %</u>	<u>9,9 %</u>	<u>10,0 %</u>	<u>6,4 %</u>
Depr & Amort	-8	-13	-11	-11	-11	-12	-15	-47	-47	-47	-43	-46	-44	-42	-66	-45
EBIT	7	18	22	43	36	34	26	-1	-46	10	39	31	53	55	36	18
<u>EBIT %</u>	<u>4,5 %</u>	<u>6,1 %</u>	<u>7,1 %</u>	<u>16,5 %</u>	<u>11,6 %</u>	<u>9,6 %</u>	<u>6,6 %</u>	<u>-0,1 %</u>	<u>-7,4 %</u>	<u>1,2 %</u>	<u>3,9 %</u>	<u>3,1 %</u>	<u>5,4 %</u>	<u>5,6 %</u>	<u>3,6 %</u>	<u>1,9 %</u>
Netto Finans	-3	-9	-7	-6	-6	-8	-5	-141	18	-12	-30	-19	-40	-36	-33	1
Pre-Tax Profit	4	10	15	37	30	26	21	-142	-28	-2	8	12	13	19	4	19
Skatt	-1	-2	-4	-7	-8	-7	-6	48	1	-8	-1	-7	-6	-14	-12	-18
Net Income	3	7	11	29	22	19	16	-94	-27	-10	8	5	6	5	-8	1
<u>Net Income i % av Sales</u>	<u>1,7 %</u>	<u>2,4 %</u>	<u>3,6 %</u>	<u>11,2 %</u>	<u>7,0 %</u>	<u>5,4 %</u>	<u>3,9 %</u>	<u>-10,4 %</u>	<u>-4,4 %</u>	<u>-1,1 %</u>	<u>0,8 %</u>	<u>0,5 %</u>	<u>0,6 %</u>	<u>0,5 %</u>	<u>-0,8 %</u>	<u>0,1 %</u>
EPS	0,42	0,10	0,16	0,43	0,32	0,28	0,23	(0,93)	(0,18)	(0,02)	0,02	0,01	0,02	0,02	(0,02)	0,00

DCF	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Operasjonell Cash Flow	15	31	33	54	48	47	41	46	1	57	82	77	97	97	103	63
CAPEX	-10	-8	-11	-11	-15	-18	-27	-39	-	-	-35	-31	-29	-36	-44	-51
Endring Arbeidskapital		17	-	-29	1	-21	5	-37	-75	10	29	-	7	-3	-24	18
Skatt	-1	-2	-4	-7	-8	-7	-6	48	1	-8	-1	-7	-6	-14	-12	-18
Free Cash Flow etter skatt	4	37	18	6	26	0	14	18	-73	59	75	39	69	44	22	12

Kongsberg Automotive

- Ny ledelse har levert sterkere topplinjevekst enn guidet på CMD i 2016
- Vekstutsiktene er justert videre opp
- Marginene er justert marginalt ned
- Netto oppjustert inntjening (EPS) på CMD 2017

Kursutvikling



Guiding fra kapitalmarkedsdag 2017

In Mill. Euro	2017	2018	2019	2020
Sales	1.049	1.132	1.237	1.316
EBIT adj.	48	82	108	122
<i>% of sales</i>	<i>4,6%</i>	<i>7,3%</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,3%</i>
Restructuring & One Off cost	-24	-21	-7	-2
EBIT	25	62	101	120
<i>% of sales</i>	<i>2,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,1%</i>
Financial Items	-10	-9	-8	-7
Profits Before Taxes	15	53	93	113
Taxes	-11	-22	-25	-28
<i>% of PBT</i>	<i>-73,0%</i>	<i>-42,5%</i>	<i>-26,5%</i>	<i>-25,0%</i>
Net Income	4	30	68	85
EPS (NOK)	0,09	0,71	1,60	1,98

Kongsberg Automotive

P&L	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Sales	1 020	986	1 037	1 118	1 204	1 324
Salgsvekst	4,2 %	-3,4 %	5,2 %	7,8 %	7,7 %	10,0 %
COGS	-918	-922	-971	-1 018	-1 062	-1 168
<i>COGS i % av Sales</i>	<i>-90,0 %</i>	<i>-93,6 %</i>	<i>-93,6 %</i>	<i>-91,1 %</i>	<i>-88,2 %</i>	<i>-88,2 %</i>
EBITDA	103	63	66	100	142	156
<i>EBITDA %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>11,8 %</i>
Depr & Amort	-66	-45	-44	-47	-51	-51
EBIT	36	18	22	53	91	119
<i>EBIT %</i>	<i>3,6 %</i>	<i>1,9 %</i>	<i>2,1 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>9,0 %</i>
Netto Finans	-33	1	-8	-9	-8	-8
Pre-Tax Profit	4	19	14	44	83	111
Skatt	-12	-18	-11	-19	-22	-28
<i>Skatt %</i>	<i>-333,3 %</i>	<i>-93,3 %</i>	<i>-78,6 %</i>	<i>-43,2 %</i>	<i>-26,5 %</i>	<i>-25,0 %</i>
<i>Skatt i % av EBITDA</i>	<i>-11,7 %</i>	<i>-28,4 %</i>	<i>-16,7 %</i>	<i>-19,0 %</i>	<i>-15,5 %</i>	<i>-17,8 %</i>
Net Income	-8	1	3	25	61	83
<i>Net Income i % av Sales</i>	<i>-0,8 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>2,2 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>6,3 %</i>
EPS	(0,02)	0,00	0,01	0,06	0,15	0,21

DCF	2 015	2 016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operasjonell Cash Flow	103	63	66	100	142	170
CAPEX	-44	-51	-51	-51	-51	-56
Endring Arbeidskapital	-24	18	-0	-	-	-
Skatt	-12	-18	-11	-19	-22	-28
Free Cash Flow etter skatt	22	12	4	30	69	86

Verdsettelse	2017e	2018e	2019e	2020e
P / E	145,1	17,4	7,1	5,2
EV/EBITDA	9,8	6,5	4,6	4,2
EV/EBIT	29,5	12,2	7,1	5,4
Earn/Yield	0,7 %	5,7 %	14,0 %	19,2 %
Free CF Yield	0,9 %	6,8 %	15,8 %	19,8 %

Kursmål	WACC			
	10 %	9 %	8 %	
Vekst	0 %	12,2	14,5	17,3
	1 %	14,0	16,7	20,2
	2 %	16,1	19,5	24,0
Oppside	WACC			
	10 %	9 %	8 %	
Vekst	0 %	18,3 %	39,8 %	66,8 %
	1 %	34,8 %	61,0 %	94,8 %
	2 %	55,4 %	88,3 %	132,2 %

Takk!

