Hugin & Munin - Weekly Market Briefing 09-2014



Hva sier rapportsesongen?

Best i vest for Austevoll

Vekst i smarte dingser

Folkevogn blir enda større

Trenger pengarna

Oppkjøpsmaskinen

Deler kaken opp i flere

Pent Kerry!

Seadrill ser røffere sjø

Aksjemarkedene

Uken som gikk

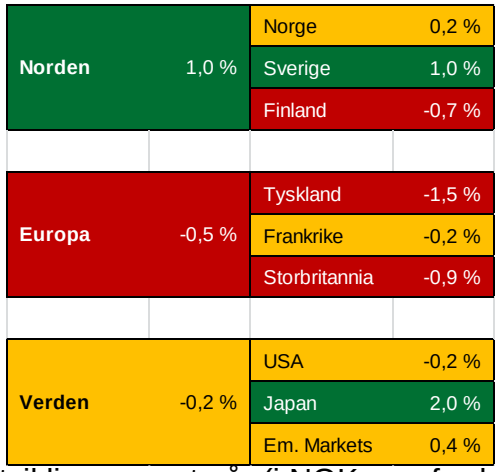
Aksjemarkedene hadde en forholdsvis bra uke tross politisk kaos i Ukraina og økende press på den korrupsjonsmistenkte tyrkiske statsministeren Erdogan.

I USA steg S&P 500-indeksen til ny topp tross tegnene til svakere økonomisk vekst. Den nye sentral-banksjefen Janet Yellen sa denne uken at hun ikke kunne si hvor mye som skyldes været.

Et større fall i den kinesiske valutaen (renminbien) preget finansmarkedene mot slutten av uken. Det synes som om den kinesiske sentralbanken ønsker dette og aktivt bidrar til svekkelsen.

Ratingbyrået Moody's har kommet med nok en oppgradering i Sør-Europa. Denne gangen var det Spania som fikk sin kredittrating oppgradert til Baa2 med «positive outlook». Moody's legger ikke skjul på at Spania fortsatt står ovenfor store utfordringer, men mener at de er på god vei mot en sterkere, og mer bærekraftig økonomisk vekst.

Aksjemarkedsutvikling seneste uke (i NOK, per fredag formiddag)



Aksjemarkedsutvikling seneste år (i NOK, per fredag formiddag)



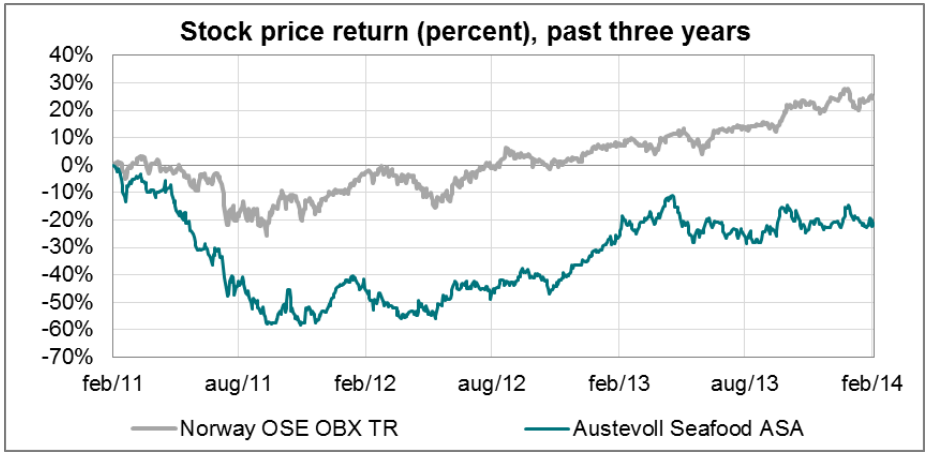
Best i vest for Austevoll

Austevoll Seafood hadde gode bidrag fra sin sør-amerikanske fiskemel- og fiskeoljevirksomhet i sitt fjerdekvartalsresultat.

Selskapet har i tillegg en stor eierandel i **Lerøy** – som nyter godt av dagens høye lakseprisser.

Austevoll og Kverva-grupperingen har fått godkjennelse til å slå sammen sine norske hvitfisk-aktiviteter, hvilket bør gi gode store samordnings-gevinster.

Usikkerhet rundt lakseprisenes videre forløp har holdt tilbake aksjekursen i Austevoll.



Austevoll Seafood ASA — Produces fish meal and fish oil

Market Value (mill.)	7 156	Price: 35,30	Currency: NOK
Enterprise Value (mill.)	14 618		Exchange rate to NOK: 1,00

	2011	2012	2013	2014E	2015E
Sales (mill.)	12 029	11 633	12 296	14 611	15 628
EBIT (Operating Income) (mill.)	1 406	562	1 583	2 357	2 525
Net Income (mill.)	369	426	944	1 164	1 299
Price/Earnings	19,1	18,6	10,0	6,7	6,9
Price/Book Value	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7
EV/EBIT	7,2	21,8	-	4,4	3,8
Return on Equity (%)	5,6	6,3	13,4	11,8	9,9
Dividend Yield (%)	3,4	3,4	4,6	5,8	6,0

Hva sier rapportsesongen?

Selskapsrapporteringen for 4.kvartal 2013 er nå tilnærmet ferdig, og omsetningsveksten kom inn 1% under forventningene Norden sett under ett. Driftsresultatene kom inn 3% under, hvilket tilsier et marginpress. Valutakursbevegelsene gir fortsatt negativ innvirkning, men er vanskelige å kvantifisere.

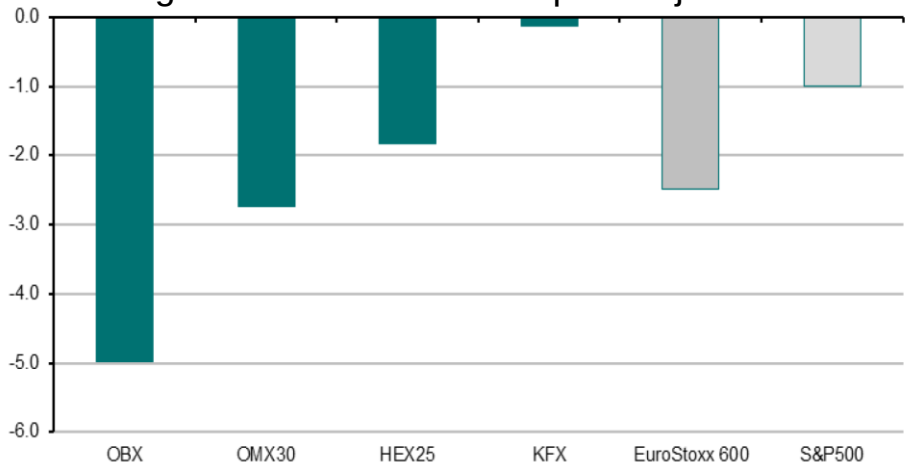
Inntjeningsveksten er fortsatt svak, og ned-justeringene fortsetter. Estimatene for 2014 er i snitt tatt ned noe under 1% og driftsresultatene ned med mellom 2-3%, litt avhengig av selskapsutvalget.

Oslo Børs har sett de største nedjusteringene for 2014. Bortsett fra **DNB** er alle indekstunge aksjene justert ned – med **Telenor** og **Yara** i spissen.

Stockholmsbørsen har sett estimatene nedrevidert med ca. 2,5%, med **Electrolux** og **SSAB** i spissen, og Helsinki med 1,5% hvor **YIT, Outotec** og **Kemira** dessverre bidrar mye.

København-børsen kun er marginalt nedjustert, reddet av opprevideringer i bl.a. **Vestas b Pandora**.

Endringer i estimat for resultat per aksje 2014 - børser



Kilde: DNB Markets/Bloomberg

Selskaper med størst negativ estimatendring for 2014

Rank	Company	2014 EPS 31 Dec[1]	2014 EPS 20 Feb[1]	Change (%)	Change/Share Price
1	Electrolux	12.68	10.10	-20.4	-1.79
2	Fred Olsen Energy	31.69	28.18	-11.1	-1.79
3	YIT	0.99	0.85	-14.6	-1.69
4	FLSmidth	26.23	21.70	-17.3	-1.58
5	Outotec	0.46	0.36	-19.9	-1.29
6	Kemira	0.94	0.83	-11.5	-0.96
7	Yara	25.22	23.61	-6.3	-0.65
8	SSAB	0.52	0.26	-50.0	-0.51
9	Telenor	11.39	10.76	-5.5	-0.47
10	Orkla	2.88	2.67	-7.5	-0.47
11	Sandvik	6.31	5.90	-6.5	-0.46
12	Boliden	7.25	6.80	-6.2	-0.44
13	Rautaruukki	0.30	0.27	-11.9	-0.42
14	Konecranes	1.64	1.55	-5.9	-0.39

Kilde: DNB Markets/Bloomberg

Trenger pengarna

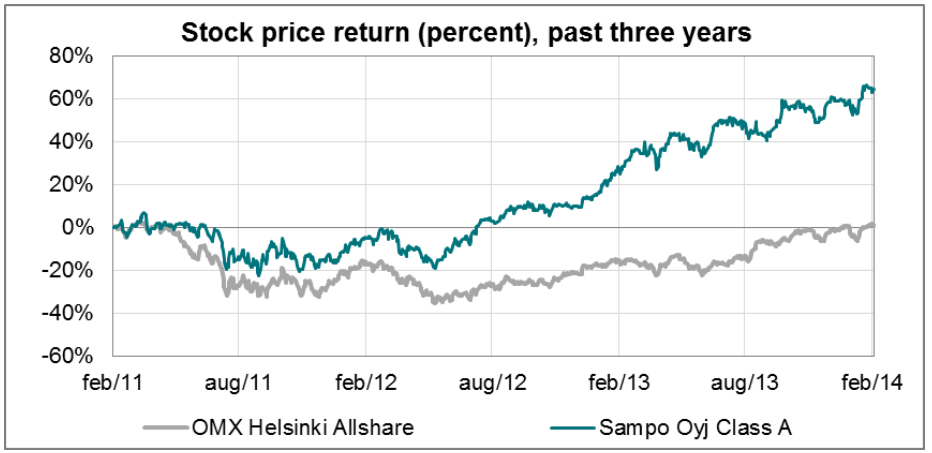
Solidium , den finske statens eierselskap for børsnoterte selskaper, solgte seg denne uken ned i **Sampo** og reduserte dermed sin eierandel fra 14,2% til 11,9%.

I nedsalgsprosessen kommenterte Solidium at pengene fra transaksjonen blant annet vil brukes til å diversifisere låneporteføljen, finansiere aksje-investeringer samt å opprettholde sin gode dividendeutbetaling.

Bak denne uttalelsen skjuler det seg det nok en noe annen realitet. Solidium ble satt opp for å drive profesjonell forvaltning på armlengdes avstand fra politisk innblanding. Så har ikke blitt tilfelle.

Etter politisk påtrykk har man gjort elendige investeringer i bl.a. gruveselskapet **Talvivaara** og stålselskapet **Outokumpu.** Samtidig sliter den finske staten med sine finanser etter to år med negativ BNP-vekst, og trenger derfor sårt pengene fra Solidium.

Sampo Oyj Class A		Owns and administers insurance subsidiaries and manages the investment portfolio following the divestment of Sampo Bank Group			
Market Value (mill.)	20 496	Price: 36,60		Currency: EUR	
Enterprise Value (mill.)	22 005			Exchange rate to NOK: 8,27	
	2010	**2011**	**2012**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	6 316	5 534	6 475	4 656	4 789
EBIT (Operating Income) (mill.)	-	-	-	1 727	1 538
Net Income (mill.)	1 104	1 038	1 404	1 501	1 592
Price/Earnings	14,1	13,9	14,0	13,6	12,8
Price/Book Value	2,0	2,0	2,0	1,8	1,7
EV/EBIT	-	-	-	13,0	14,7
Return on Equity (%)	13,4	11,7	14,8	13,4	13,5
Dividend Yield (%)	3,7	3,7	4,5	4,9	5,4



ODIN Sverige

Folkevogn blir enda større

Volkswagen har lagt 60 milliarder svenske kroner på bordet for å sikre seg de 300 millionene aksjene som Volkswagen-konsernet ikke allerede kontrollerer i lastebilprodusenten **Scania.**

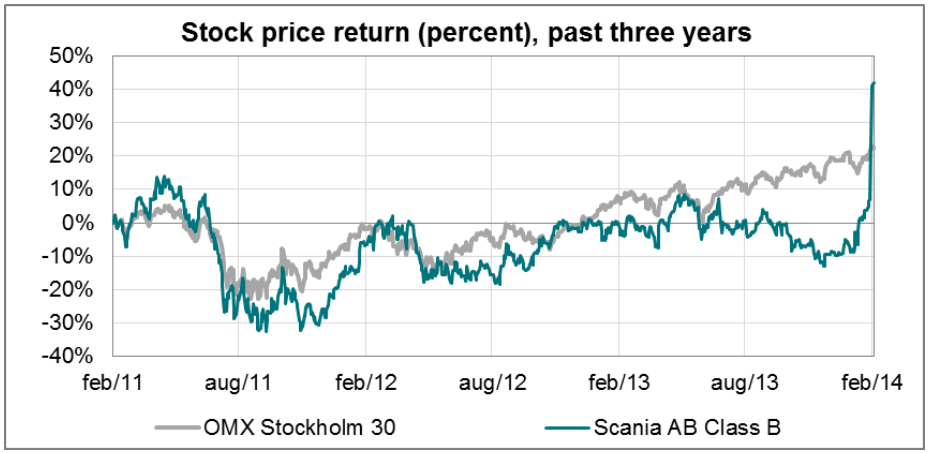
Selv om vi synes det er trist at nok et svensk selskap forsvinner fra Stockholmsbørsen, er dette etter vår mening en fornuftig pris for aksjene.

Våre verdianslag i Scania har ligget i området 135-145 svenske kroner. Det er selvsagt Volkswagens synergimuligheter som gjør at de forsvarer en premie på 38% ift. aksjekursen på budtidspunktet.

Multippelen på rundt 25 ganger inntjeningen (P/E) for Scania har også løftet andre selskaper på Stockholmsbørsen, deriblant **Volvo.** På lang sikt kan det bli utfordrende for Volvo med en aktør med så stor skala, men i det korte bildet kan det bli noe støy rundt integreringen.

ODIN Sverige hadde ikke aksjer i Scania på budtidspunktet.

Scania AB Class B	Manufacturers heavy trucks, buses and coaches and industrial and marine engines				
Market Value (mill.)	156 720	Price: 195,90		Currency: SEK	
Enterprise Value (mill.)	190 221			Exchange rate to NOK: 0,93	
	2011	**2012**	**2013**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	90 309	82 451	91 341	87 453	92 770
EBIT (Operating Income) (mill.)	12 253	8 154	8 323	9 086	10 642
Net Income (mill.)	9 422	6 646	6 201	6 749	7 900
Price/Earnings	25,4	25,4	25,2	23,1	19,7
Price/Book Value	4,4	4,4	4,2	4,0	3,6
EV/EBIT	8,8	16,9	16,2	17,9	15,1
Return on Equity (%)	29,2	19,1	17,2	17,2	18,2
Dividend Yield (%)	2,4	2,4	2,0	2,3	2,6



Med tro på Brasil

ABB sin femte fabrikk i Brasil står ferdig og er klar til åpning. Fabrikken i Sao Paulo, som har kostet USD 200 millioner, skal blant annet produsere lavstrøms-produkter innen motorer og generatorer til petro-kjemisk industri, olje- og gass næringen samt energi og gruvedrift.

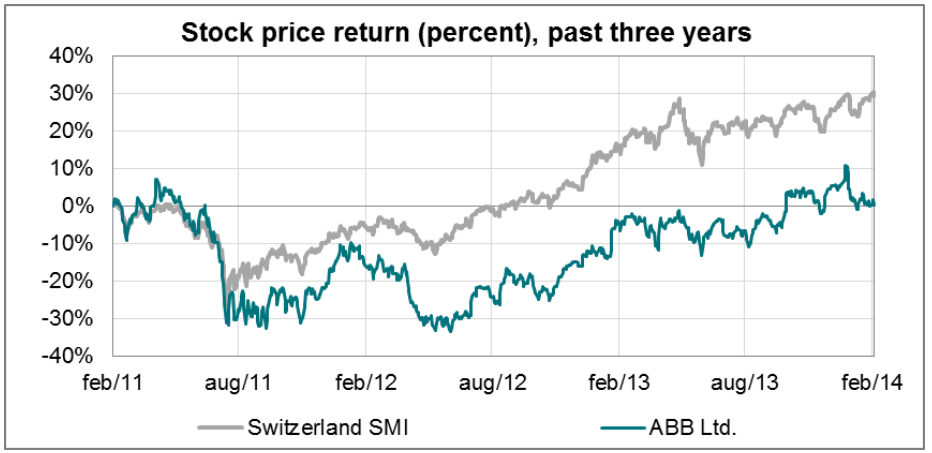
I motsetning til det dårlige investorsentimentet rundt Brasil ellers, viser dette at svenske globale eksport-selskaper er mer positive til utviklingen i Brasil.

ABB Brasil har 4.500 ansatte og leverte sitt første produkt i 1912. Selskapet har vært på plass med lokal produksjon siden 1950.

Sist uke fikk ABB også en kontrakt i Kuwait med en totalverdi av USD 160 millioner. Kontrakten omfatter strømstasjoner som skal hjelpe landets strømtilførsel.

ODIN Sverige og ODIN Norden eier aksjer i ABB.

ABB Ltd.	Operates as a power and automation technology company				
Market Value (mill.)	51 512	Price: 22,39		Currency: CHF	
Enterprise Value (mill.)	55 073			Exchange rate to NOK: 6,80	
	2011	**2012**	**2013**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	33 681	36 905	38 796	37 915	39 446
EBIT (Operating Income) (mill.)	4 544	4 079	9 755	4 739	5 226
Net Income (mill.)	2 801	2 533	2 618	3 117	3 482
Price/Earnings	19,3	19,3	20,2	15,9	14,3
Price/Book Value	3,2	3,2	3,1	2,9	2,6
EV/EBIT	8,6	11,0	5,7	10,9	9,6
Return on Equity (%)	19,6	16,8	16,3	18,3	18,4
Dividend Yield (%)	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5



ODIN Europa

Oppkjøpsmaskinen

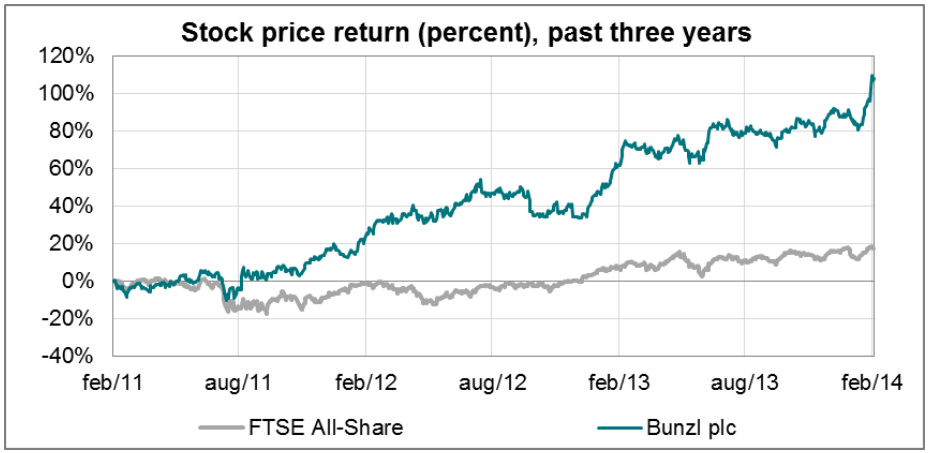
Det britiske logistikk- og distribusjonstjeneste-selskapet **Bunzl** leverte denne uken tall som forsetter å imponere. Sterk kontantstrøm, lønnsomhetsbedring i England, stabil vekst og gode utsikter til videre oppkjøp sendte aksjen opp 7 prosent, som er mye for et så stabilt selskap.

Selskapet opplever medvind i form av økt outsourcing av slike type tjenester verden over.

Bunzl er den eneste globale spilleren i dette svært fragmenterte markedet og vil fortsette i rollen som konsoliderer. Oppkjøpene finansieres av egen kontantstrøm, som er sterkt innvannende for aksjonærene og generer en avkastning godt over kapitalkostnaden fra første år. Selskapet har levert vekst i dividende hvert eneste år siden 1992 med en gjennomsnittlig årlig økning på 10%.

Selv om selskapets verdi har utviklet seg sterkt siden vi investerte i 2012, ser vi fortsatt oppside. Vi tror markedet undervurderer verdien av selskapets oppkjøpsstrategi.

Bunzl plc	Distributes foodservice, cleaning, personal hygiene and medical supplies and agents				
Market Value (mill.)	5 239	Price: 15,71		Currency: GBP	
Enterprise Value (mill.)	6 117			Exchange rate to NOK: 10,07	
	2011	**2012**	**2013**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	5 110	5 359	6 098	6 170	6 391
EBIT (Operating Income) (mill.)	288	303	356	406	423
Net Income (mill.)	124	195	207	273	289
Price/Earnings	25,9	25,6	24,7	19,2	18,2
Price/Book Value	6,1	6,0	6,0	4,9	4,4
EV/EBIT	12,3	13,4	15,8	14,7	13,7
Return on Equity (%)	15,4	23,1	22,7	25,4	23,9
Dividend Yield (%)	1,9	1,9	2,1	2,1	2,2



ODIN Global | ODIN Europa

Pent Kerry!

Vår største posisjon i ODIN Global, irske **Kerry,** leverte årsresultater denne uken som var i henhold til våre forventninger.

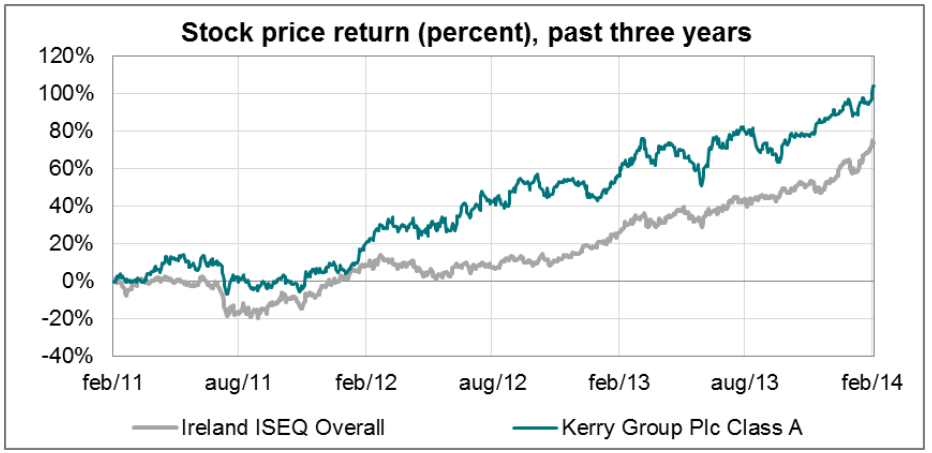
Kerry er verdens største produsent av ingredienser til mat- og drikkevareindustrien. På kundelisten til Kerry finner vi store globale selskaper som Nestlé, Pepsi, McDonalds og Burger King.

Selskapet leverer 5% underliggende vekst på topp-linjen og en vekst i driftsresultatet på 14% i konstant valuta. Fri kontantstrøm vokser og utbyttet økes med 12%.

Avkastningen på egenkapitalen fortsetter å stige fra 17% i 2012 til 18% i 2013. Gjelden faller til 1,5 ganger driftsresultatet, og selskapet sier at de ser flere oppkjøpsmuligheter.

Selskapet forventer 8% resultatvekst i 2014, noe vi mener er realistisk. Vi tror på fortsatt sterk resultat-vekst og verdigenerering for Kerry, og mener at dette ennå ikke er godt nok reflektert i dagens kurs.

Kerry Group Plc Class A	Develops and produces chilled foods, food ingredients and flavor technologies				
Market Value (mill.)	9 490	Price: 54,01		Currency: EUR	
Enterprise Value (mill.)	10 747			Exchange rate to NOK: 8,28	
	2011	**2012**	**2013**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	5 302	5 848	5 837	5 980	6 284
EBIT (Operating Income) (mill.)	469	544	583	638	699
Net Income (mill.)	361	420	453	486	549
Price/Earnings	33,7	17,0	20,9	19,4	17,3
Price/Book Value	4,6	4,6	4,8	3,8	3,2
EV/EBIT	13,5	15,3	17,1	16,3	14,4
Return on Equity (%)	20,8	20,5	23,0	19,6	18,6
Dividend Yield (%)	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9



Vekst fra smarte telefoner og brett

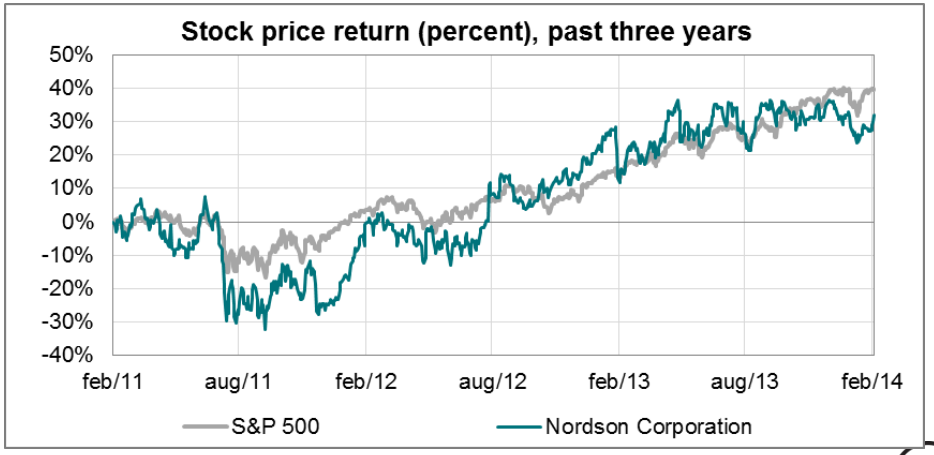
Amerikanske **Nordson,** en produsent av utstyr som brukes til å påføre lim i produksjonsprosesser, presenterte tall for selskapets første kvartal som var litt under våre forventninger. Årsaken var et svakt marked innen elektroniske produkter og minne-brikker.

Hoveddelen av Nordsons salg kommer fra utstyr som brukes i produksjon av mat- og drikkeforpakninger, bleier o.l. Resultatet i dette segmentet var meget bra i første kvartal. Her er etterspørselen etter Nordsons produkter stabil og selskapets marginer høyest.

Salget av utstyr til produsenter av elektronikk er mer syklisk. Her kreves det utstyr med stadig høyere presisjon og pålitelighet.

Nordson er markedsleder i dette segmentet, og selv om vi er inne i en periode med noe svakere investeringsvilje, har vi stor tro på at fortsatt sterk vekst i salg nettbrett og smarttelefoner vil lede til økt etterspørsel etter Nordsons produkter.

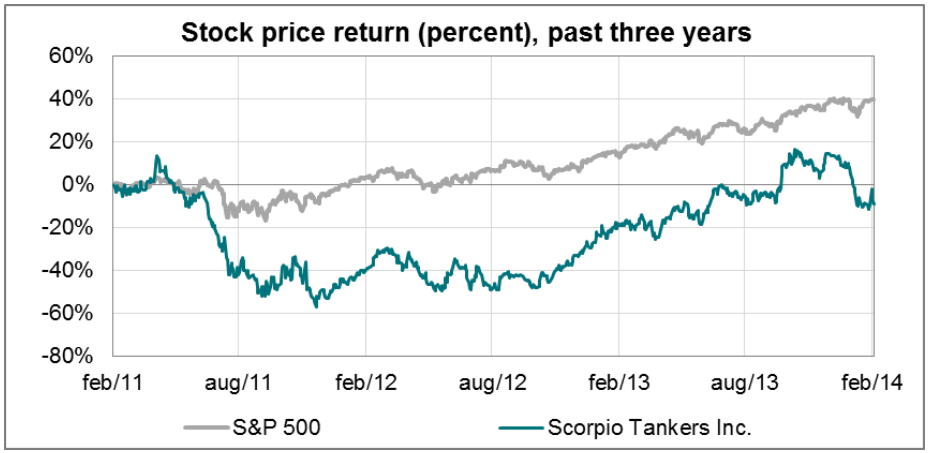
Nordson Corporation	Engineers, manufactures and markets differentiated products and systems used for dispensing adhesives, coatings, sealants, biomaterials and other materials.				
Market Value (mill.)	4 667	Price: 72,52		Currency: USD	
Enterprise Value (mill.)	5 293			Exchange rate to NOK: 6,06	
	2011	**2012**	**2013**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	1 233	1 410	1 543	1 658	1 764
EBIT (Operating Income) (mill.)	319	340	325	359	406
Net Income (mill.)	222	225	222	238	273
Price/Earnings	20,5	20,7	21,6	19,6	17,0
Price/Book Value	5,1	5,1	5,2	4,3	3,6
EV/EBIT	10,9	13,1	16,3	14,6	12,4
Return on Equity (%)	41,3	36,2	28,5	22,0	21,1
Dividend Yield (%)	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8



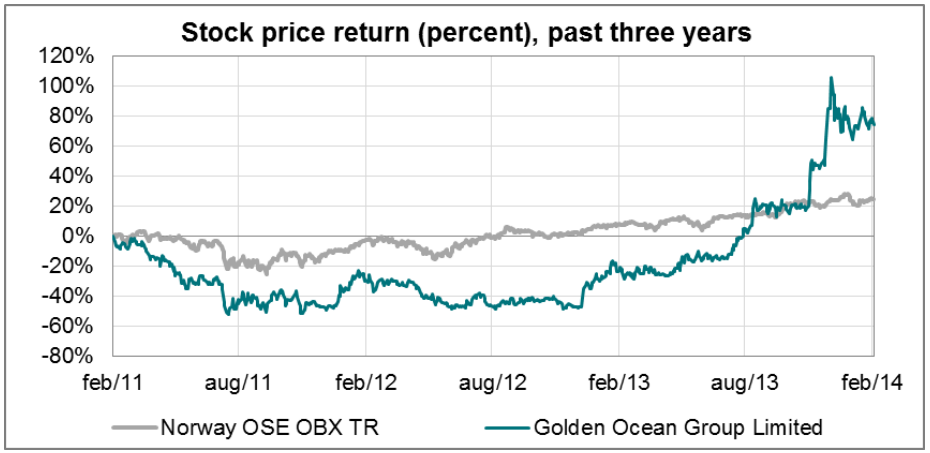
Fortsatt optimisme i shipping

Svakere rater ventet resulterte i et dårligere fjerde-kvartalstall enn forventet fra **Scorpio Tankers.** Kursen steg imidlertid på økt utbytte og høyere rater så langt i første kvartal.

Selskapet er optimistisk og ser økt etterspørsel etter moderne produkt-tanktonnasje. Det ser også muligheter for verdiøkning fra deltagelse i konsolideringsprosesser gjennom eierandelen i **Dorian** og sine nybygg innen stortank (VLCC).



Golden Ocean rapporterte tall på linje med forventningene og økte utbyttet for kvartalet til et årlig nivå på cirka 5 prosent. Rederiet tror på sterkere markeder og øker sin spot-eksponering. I etterkant av plassering av et konvertibelt obligasjonslån har selskapet kjøpt ytterligere tre skip.



Dryships kom med bedre enn forventede kvartalstall og optimistiske kommentarer. Hele selskapets tankflåte - og en økende del av bulkflåten - opererer i spot-markedet, og bør således være godt posisjonert for den forventede rateoppgangen.

Deler kaken opp i flere stykker

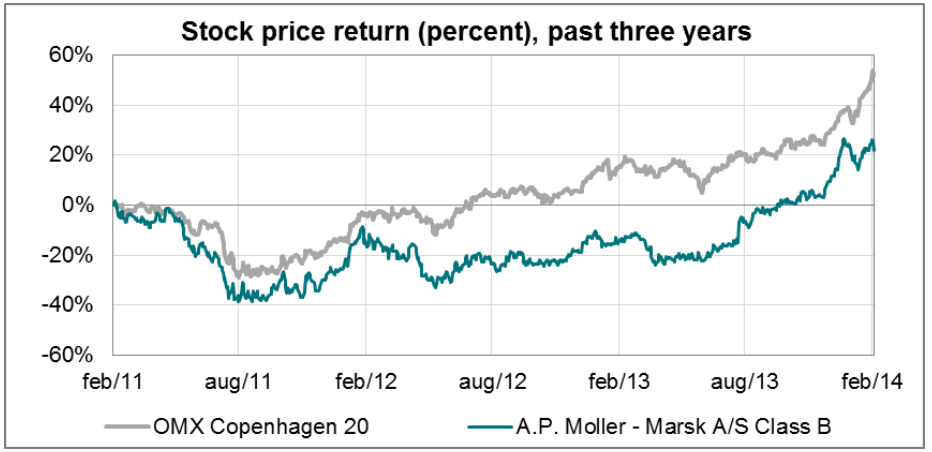
AP Møller Maersk leverte noe dårligere tall for fjerde kvartal enn ventet. Selskapet forventer nå et resultat for 2014 på linje med 2013, hvilket var svakere enn analytikeres anslag.

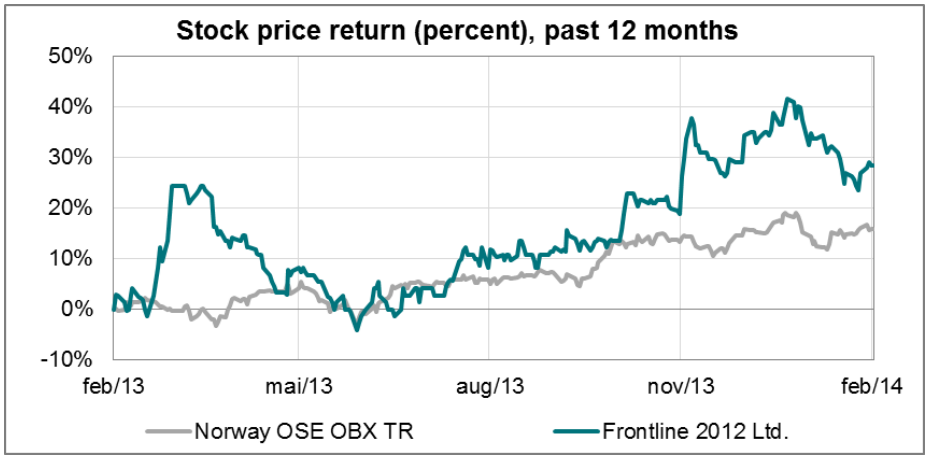
Selskapet ser et fortsatt avventende til container-markedet ,som er preget av overkapasitet. Det er dermed kostnadskutt som driver resultatene.

Selskapet deler ut fire bonusaksjer for hver gammel, hvilket ikke gjør investorene rikere. Det er blir ikke mer kake av å dele kaken opp i flere stykker.

Frontline 2012 presenterte noe svakere tall, fordi oppnådde rater for selskapets tankskip i drift var lavere enn estimert. Rederiet sier det vil legge selskapets bulkflåte i eget selskap og børsnotere det i New York.

Rederiet betaler ut et utbytte per kvartal som årlig tilsvarer 2,5% av dagens aksjekurs. Det varslet ytterligere utdeling av aksjer i **Avance Gas** som utbytte.





ODIN Offshore

Seadrill ser røffere sjø

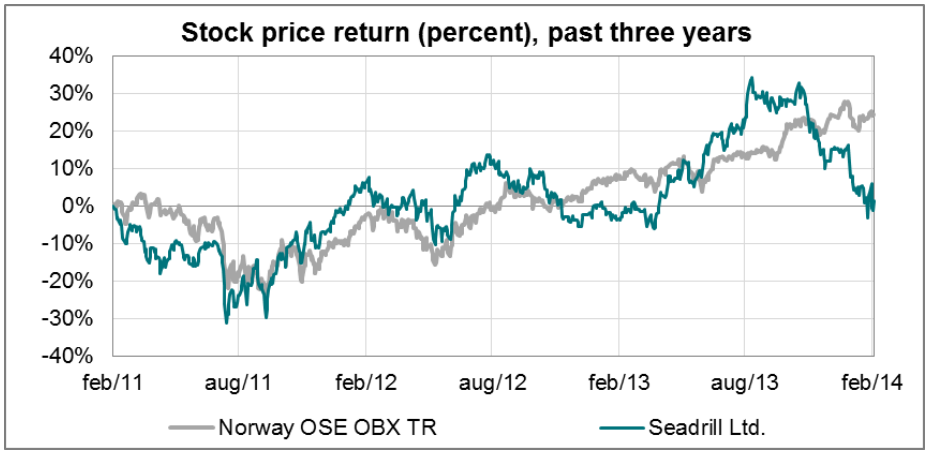
Seadrill (ikke i noen av Odins porteføljer) var noe mer forsiktig om utsiktene i sin seneste kvartalsrapport enn vi er vant til.

På kort sikt fører oljeselskapenes fokus på kostnads-kutt til press på rater samt lengre anbud- og kontraktsprosesser.

På lengre sikt er selskapet fortsatt optimistisk og ser mangel på moderne dypvannsrigger.

Markedet solgte Seadrill-aksjen kraftig ned på usikkerhet rundt ratenivåer og utbytte.

Seadrill Ltd.	Provides offshore deepwater drilling services				
Market Value (mill.)	102 237	Price: 218,00		Currency: NOK	
Enterprise Value (mill.)	181 222			Exchange rate to NOK: 1,00	
	2011	**2012**	**2013**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	23 500	26 063	31 061	37 938	44 086
EBIT (Operating Income) (mill.)	9 822	10 424	11 979	15 543	18 059
Net Income (mill.)	7 854	6 449	15 601	10 267	11 989
Price/Earnings	7,6	7,2	6,4	10,4	8,9
Price/Book Value	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3
EV/EBIT	16,0	15,7	17,4	12,8	11,9
Return on Equity (%)	23,4	19,5	40,9	22,8	26,2
Dividend Yield (%)	8,9	9,5	7,6	10,8	11,1



Bra nå, usikkerhet fremover

Pacific Drilling kom med gode tall og meldte samtidig om en forlengelse av en rigg kontrakt i to år til en meget god rate.

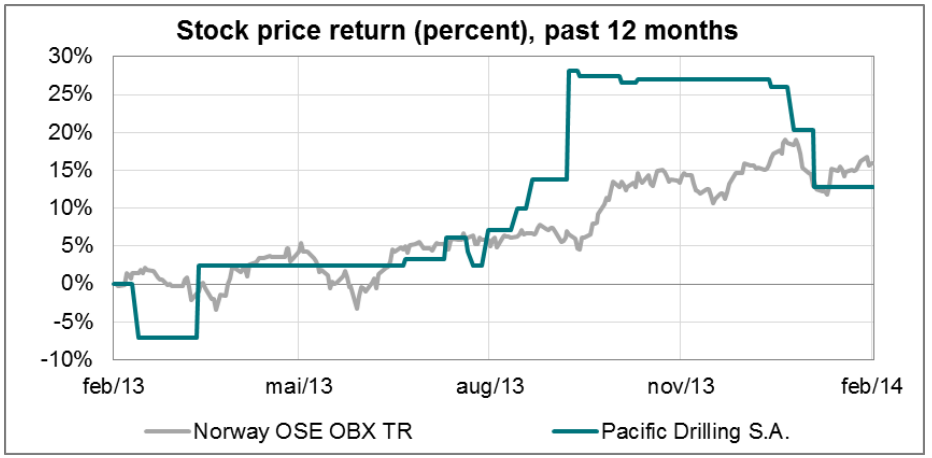
Det hersker stor usikkerhet i markedet om hva som er "riktig" ratenivå. Mange rykter florerer om gjennomførte, ikke-rapporterte slutninger og tilbudte ratenivåer.

Høyere olje- og gasspriser i USA medfører økende aktivitet og optimisme, særlig rundt landbaserte oljeservice-selskaper.

Moderne landrigger opplever stigende rater og «pressure pumping»-selskapene økt utnyttelse.

Det har gitt god oppgang i våre posisjoner i **Halliburton, Baker Hughes** og **Superior Energy.**

Pacific Drilling S.A.	#N/A				
Market Value (mill.)	#N/A	Price: 59,50		Currency: NOK	
Enterprise Value (mill.)	#N/A			Exchange rate to NOK: 1,00	
	#N/A	**#N/A**	**#N/A**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	-	-	-	6 793	8 921
EBIT (Operating Income) (mill.)	-	-	-	2 209	3 170
Net Income (mill.)	-	-	-	1 010	1 721
Price/Earnings	-	-	-	12,6	7,4
Price/Book Value	-	-	-	0,8	0,8
EV/EBIT	-	-	-	14,3	9,9
Return on Equity (%)	-	-	-	6,5	10,4
Dividend Yield (%)	-	-	-	0,0	3,2



ODIN Rente

Spansk opptur

Ratingbyrået **Moody's** oppgraderte denne uken sin kredittvurdering av Spania.

Selv om det ikke hadde så store utslag på prisen på våre spanske statsobligasjoner, er dette selvsagt positivt.

Det gir også støtte til andre spanske obligasjoner vi har i porteføljen, for eksempel forsynings- og energiselskapene **Iberdrola** og **Gas Natural.**





ODINs Kombinasjonsfond

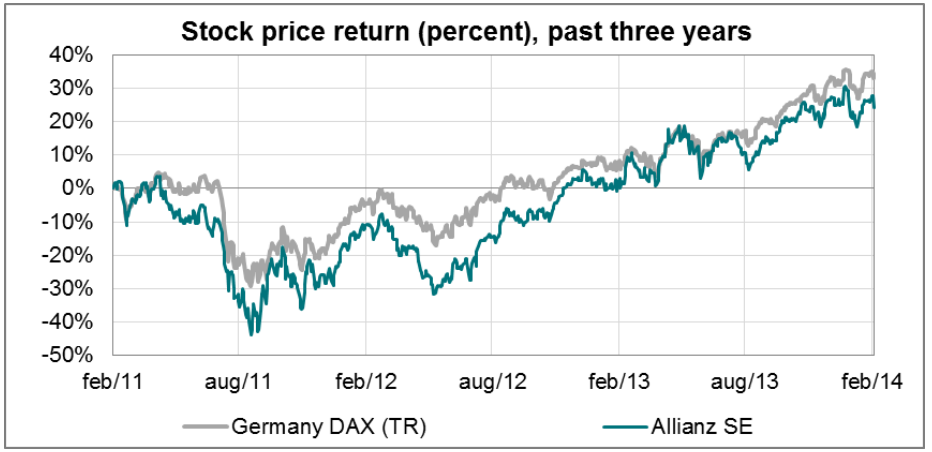
Avtagende mot fremvoksende

Vi har økt vårt innehav i et fond som investerer i forsikringsselskaper i Europa. Det er en sektor som vi liker og vi ser nå at stadig flere av disse selskapene snart er ferdige med tilpasningene til de nye regulatoriske kravene. Det betyr at de nok kommer å fokusere på aksjonærvennlige tiltak.

Et eksempel er det det tyske forsikringsselskapet Allianz, som riktignok leverte noe skuffende tall på torsdag. Likevel øker selskapet dividenden til aksjonærene. Allianz er den største posten i dette fondet på omtrent 13 %.

Vi har solgt oss ned i et fond som investerer i vekst-markeder og i selskaper som betaler høyt utbytte i disse markedene.

Vi ser at det fortsatt er tøft for mange av de fremvoksende økonomiene og vi har derfor valgt å redusere vår eksponering noe.



Allianz SE — Provides insurance services and investment advice

Market Value (mill.)	57 647	Price: 127,20		Currency: EUR	
Enterprise Value (mill.)	75 138			Exchange rate to NOK: 8,27	
	2010	**2011**	**2012**	**2014E**	**2015E**
Sales (mill.)	91 694	93 230	98 080	107 396	107 040
EBIT (Operating Income) (mill.)	-	-	-	10 014	10 230
Net Income (mill.)	5 053	2 545	5 169	6 072	6 214
Price/Earnings	9,9	10,0	10,0	9,5	9,2
Price/Book Value	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBIT	-	-	-	7,2	7,0
Return on Equity (%)	11,9	5,7	10,5	11,2	10,9
Dividend Yield (%)	3,4	3,4	0,0	4,3	4,5

Benytt våre kundetjenester



Sjekk din beholdning, avkastning og mer

Logg på dine fondssider
hos ODIN Online



Sett pengene dine i arbeid

Tegn andeler i våre fond
via nettet med BankID



Hold deg oppdatert

Oppgi din adresse
for å motta vårt nyhetsbrev



Snakk med oss

+47 24 00 48 04
kundeservice@odinfond.no

Vi minner om…

Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning, som blant annet vil avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved kjøp og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

Uttalelser i denne rapporten reflekterer ODINs markedssyn på det tidspunktet den ble utarbeidet. Vi har gjengitt kilder som vurderes som pålitelige, men vi kan imidlertid ikke garantere at informasjonen fra kildene hverken er presis eller komplett.

Ansatte i ODIN Forvaltning AS kan handle for egen regning i flere typer finansielle instrumenter. Dette innebærer at ansatte i ODIN Forvaltning AS kan eie verdipapirer i selskaper som er omtalt i denne rapporten, samt andeler i ODINs verdipapirfond. Ansattes egenhandel skal skje i henhold til ODIN Forvaltning AS' interne retningslinjer for ansattes egenhandel, som er utarbeidet i henhold til verdipapirhandelloven og Verdipapirfondenes forenings bransjestandard.

Du finner mer informasjon på www.odinfond.no


ODIN