

# Triggere på Oslo Børs...



**Erik Roland**

*Aksjestrateg, Nordea Investment Advice & Trading*

**14. september 2010**

# Usikkerhet begrenser oppsiden på kort sikt

## - Kortsiktig markedssyn: *HOLD*

- **Svake vekstimpulser begrenser oppsiden på kort sikt**

- Viktige ledende indikatorer peker mot lavere vekst
- Vekstmomentumet avtar, spesielt i USA → dobbel-dipp eller bare en ”soft patch”?
  - Vi vil trolig se makromessige skuffelser på kort sikt
- Tilstramminger i Kina biter

- **Volatiliteten viser at markedet er ekstremt kortsiktig. Siste datapunkt setter retningen**

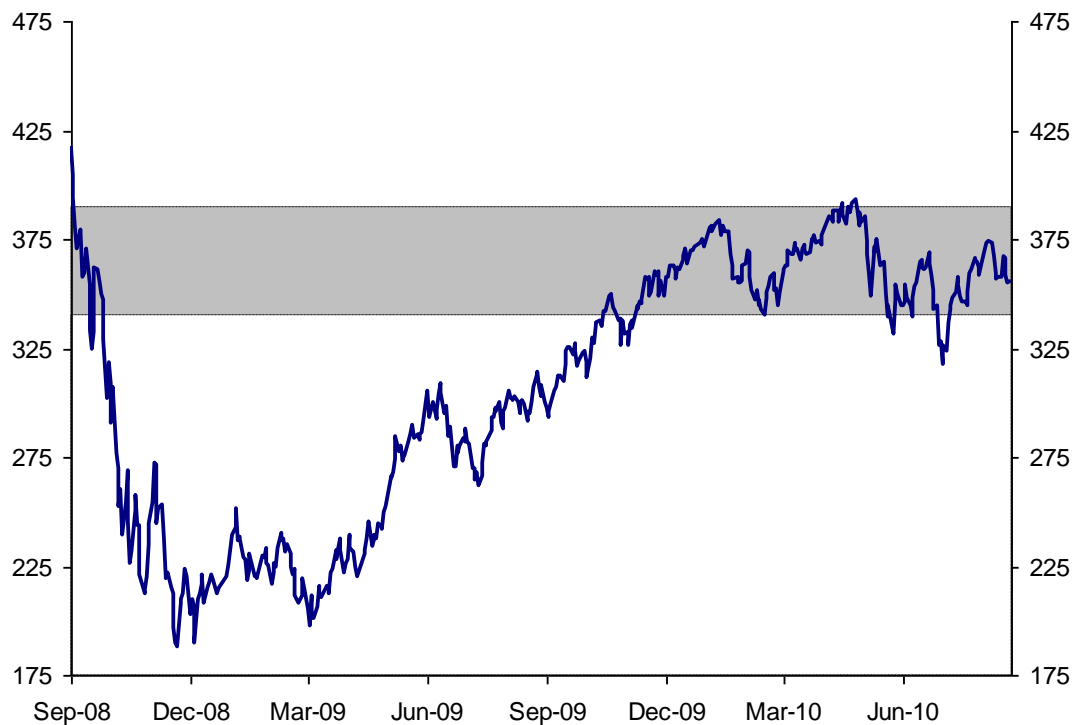
- **Markedet er fair priset, oppsiden begrenset av svake vekstimpulser**

- Vi bør se en rabatt ift historiske multipler grunnet høy usikkerhet og forventninger om lavere vekst
  - 12mo Fw PE: 11,0x → 9% rabatt ift til historisk snitt siste (12x siste 10 år)
  - 12mo FW P/B: 1,5x → 15% rabatt ift til historisk snitt (1,8x siste 10 år)

# Usikkerhet begrenser oppsiden på kort sikt

## - Kortsiktig markedssyn: *HOLD*

På kort sikt vil markedet trolig være bundet i handelsintervallet 340 – 390 (PE 10 – 11,4x; P/B 1,4 – 1,6)



# Triggerne på Oslo Børs nå

- **Makro**

- Dobbel-dipp eller ”soft patch” – *DET* er det store spørsmålet
- Makroøkonomiske nøkkeltall vil fortsatt være svake fremover da bedringen i eksempelvis arbeids- og boligmarked vil ta tid. Men, har forventningene blitt *for* lave?
- Stimuli-pakke #2 i USA (Skatterabatt, infrastrukturinvesteringer, SMB-stimuli)

- **Prising**

- Attraktiv verdsettelse basert på historiske multipler. Tillitten til 2011 estimatene spesielt er lav
- Fortsatt mye frykt blant investorene (AAll, VIX, Renter)
- M&A aktivitet

- **Likviditet**

- Mye penger på sidelinjen
- Utlendingers eierandel på Oslo Børs

# Risikofaktorer

- **Makrotall fra USA kommer inn svakere enn ventet**
- **Kinesisk boligboble sprekker, ikke deflateres**
- **Problemer i europeisk bankvesen**
  - Deutsche Bank henter inn ~EUR 10 mrd
  - Hellas kom opp kort ift målsettingen om underskuddskutt for januar – august (-32% mot mål om -39,5% for hele 2010)
- **Svak rapporteringssesong for 3. kvartal**
  - Estimattedjusteringer for 2010 – 2011e
- **Høsten er høysesong for kraftige korreksjoner i aksjemarkedet**

## Dobbel-dipp eller bare ”soft-patch” (USA)

### Ny resesjon, dobbel-dipp:

- Fiskale tilstramminger i statenes budsjetter holder nå aktiviteten nede
- Ubalanser i boligmarkedet vedvarer; Nordea utelukker ikke nye prisfall
- Bekymring rundt statsgjeld kan gi strammere budsjetter
- Frykt for dobbel-dipp kan være nok til at det blir en...

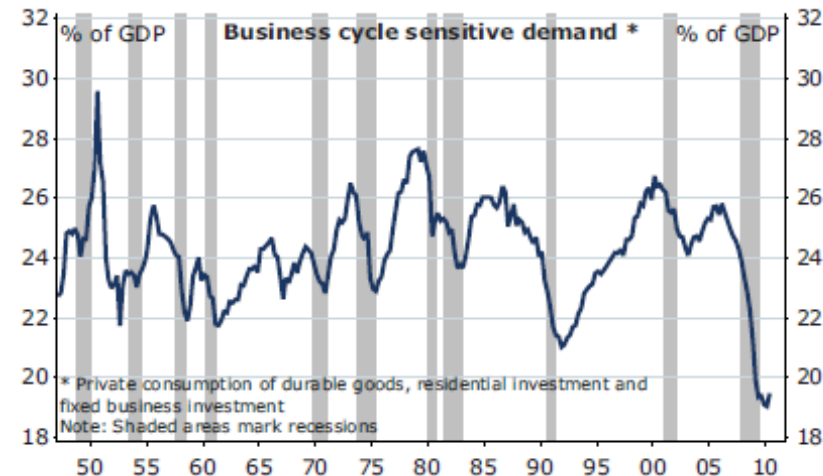
### Bare en ”soft-patch”:

- Finanspolitikken støtter opp om økonomisk vekst. Mindre restriktive utlånskrav fra bankene
- Fed kan ta nye grep for å stimulere vekst (kjøpe obligasjoner)
- Vesentlig høyere sparerate i husholdningene representerer en buffer
- Selskapene genererer solide overskudd. SMB-segmentet er i bedring
- Solid global vekst

Risikoen for ny resesjon skal ikke undervurderes, men det er IKKE vårt hovedscenario! Vi tror på moderat vekst fremover!

# Dobbel-dipp resesjoner er veldig sjeldne

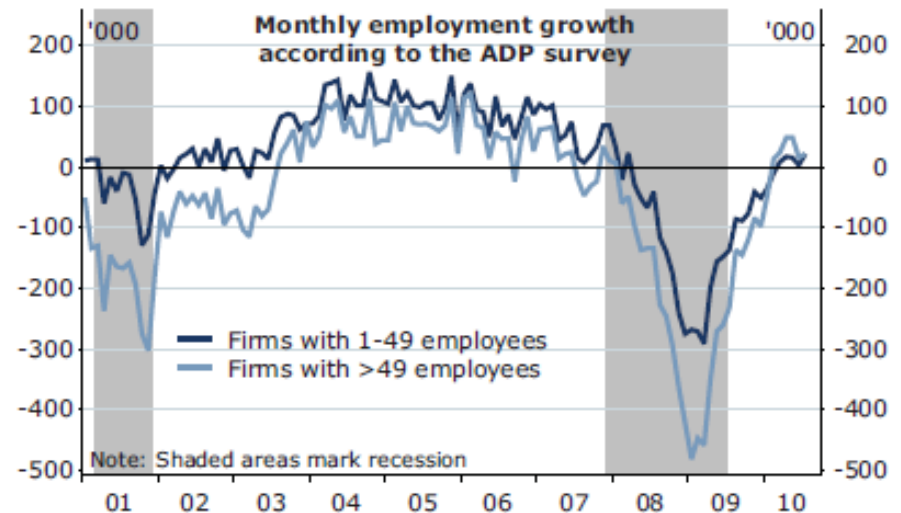
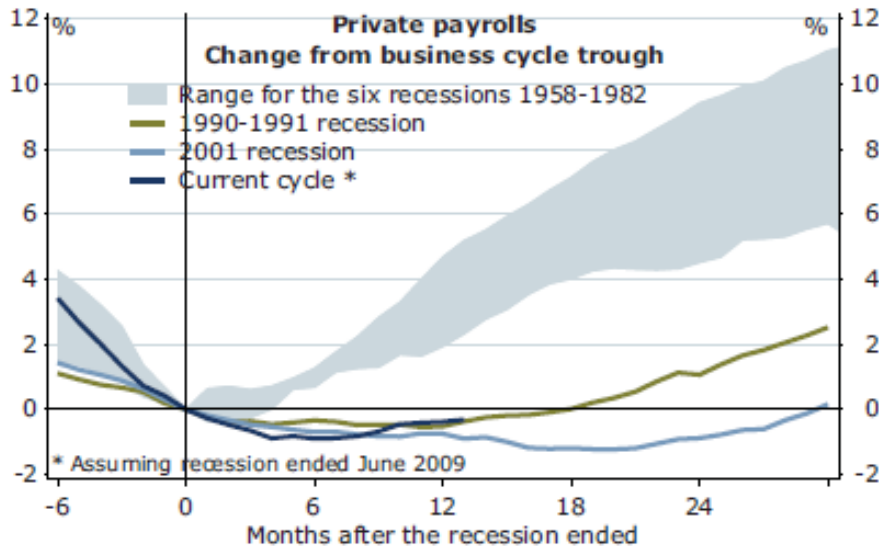
- **Nærmeste eksempler finner vi i USA**
  - 1981: Dobbel-dipp (to resesjoner ila 12 mnd) trigget av monetære tilstramminger (Paul Volcker)
  - 1921: Dobbel-dipp ila 12 mnd
  - 1929: Dobbel-dipp ila 24 mnd
- **Etter en resesjon og når BNP har vist vekst i 3 – 4 kvartaler på rad (slik som nå) har det aldri (siden 1947) kommet et nytt fall umiddelbart**
- **De fleste sykliske etterspørselskomponenter er allerede på svært lave nivåer**
- **Det kreves et kraftig sjokk, muligens av finansiell karakter, for å trigge et nytt kraftig fall i etterspørselen**



Kilde; Bloomberg/Nordea Markets

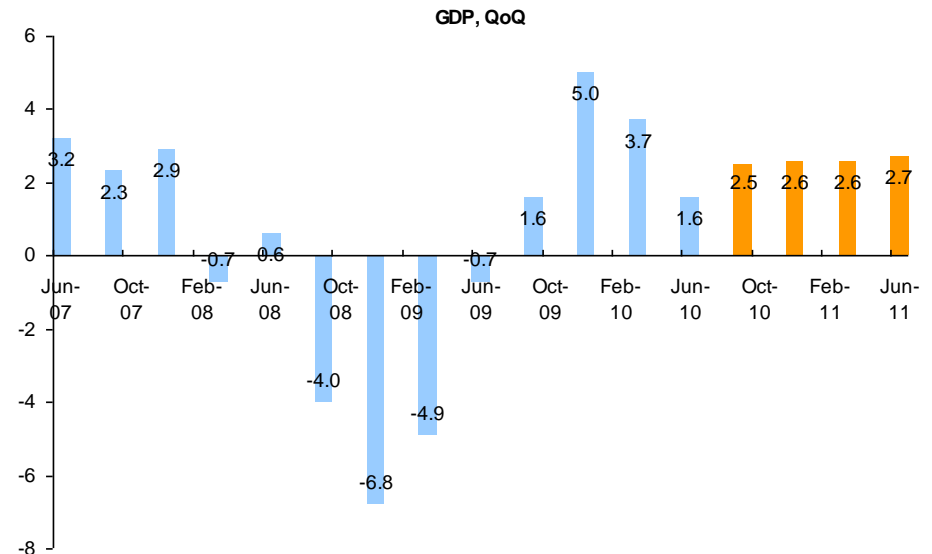
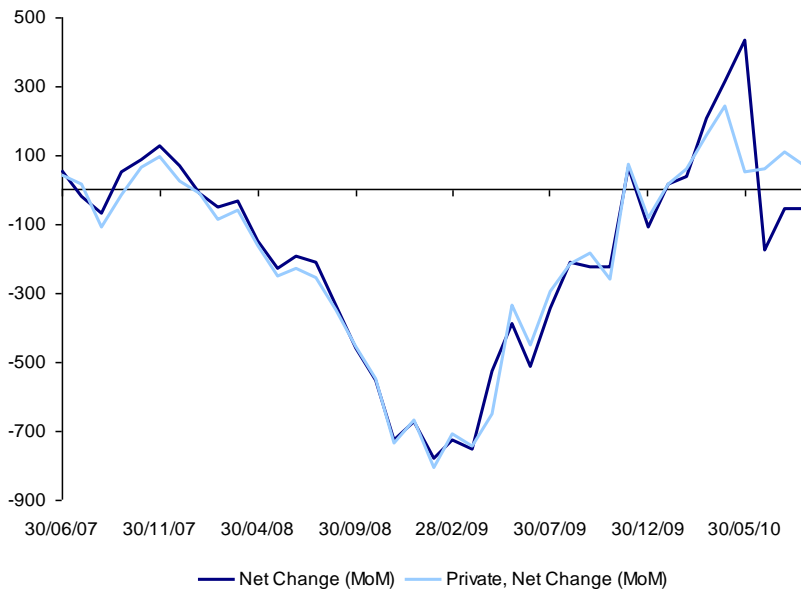
# Utviklingen i arbeidsmarkedet i USA har vært normal i forhold til de siste to gjeninnhentningene med høy ledighet

- Usikkerhet rundt vekstforventningene gjør bedrifter forsiktige



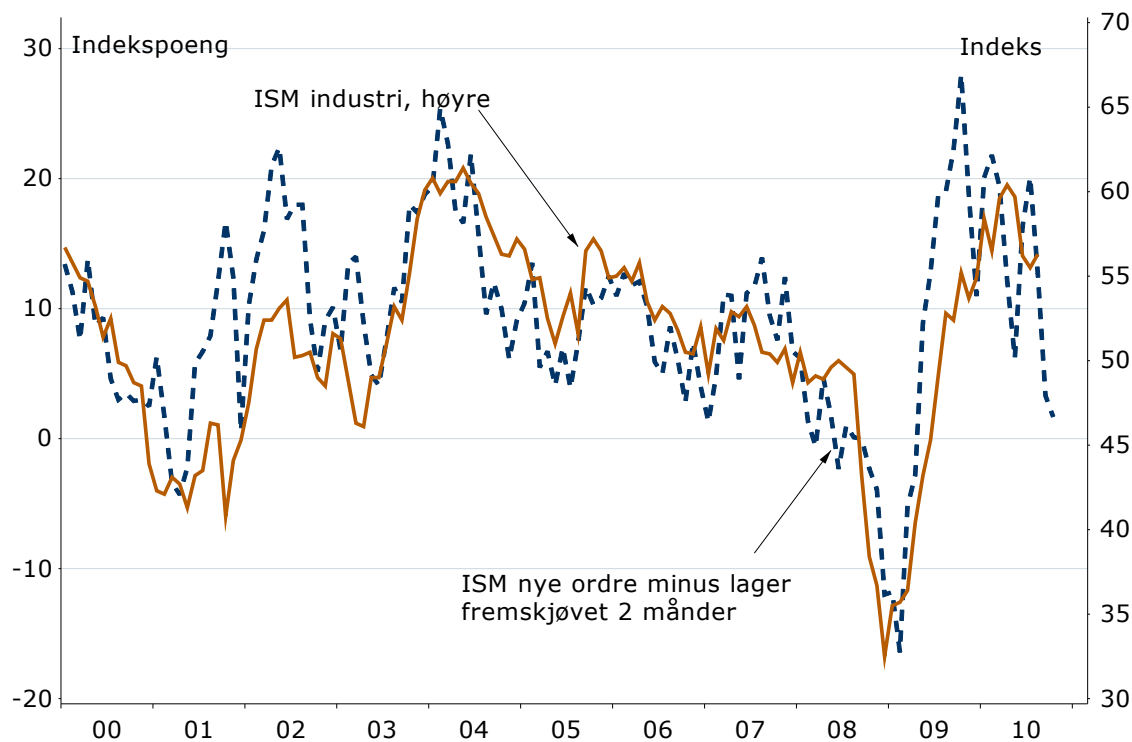
# Amerikansk BNP-vekst...konsensus for H2 2010 reflekterer ikke lavere vekstmomentum. Ser markedet igjennom nedrevideringer?

USA trenger BNP-vekst på 2,5 – 3,0% for å se vekst i sysselsettingen



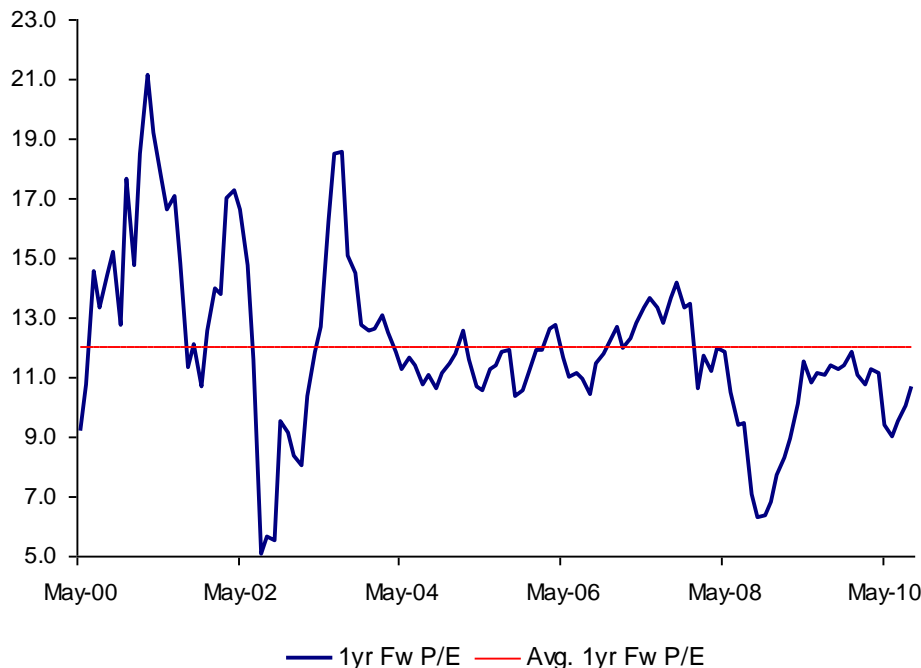
# Sterke ISM-tall fra produksjonssektoren i august ble et vendepunkt for aksjer...ser markedet igjennom svakere tall i oktober?

ISM steg til 56,3, opp fra 55,5 i juli og vesentlig bedre enn forventningene om 52,8...den ledende komponenten, nye ordre, peker mot en svak utvikling i oktober...



# OSEBX 12 måneders forward PE

- **12mo fw EPS 34,4; PE på 11,0x på dagens nivåer**
  - Historisk snitt siste 10 år: 12x → tilsvarer OSEBX i 412 poeng
  - Historisk snitt mars 2003 til mai 2008: 12,2x → OSEBX 420 poeng
  - Oppgangsmarkedet har tatt i mot på PE 10,5x – OSEBX 361 poeng
- **Likevel, på kort sikt er markedet fair priset; 9% rabatt til historisk PE og 15% rabatt til P/B**

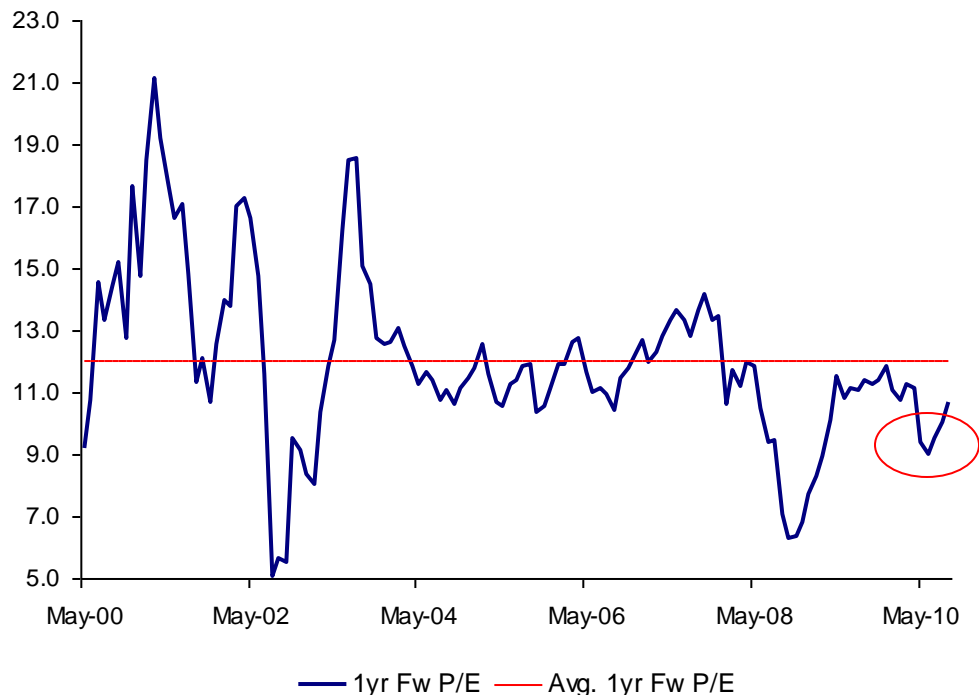


P/E	12mo fw EPS		
	-5%	34.36	5%
10.0	326	344	361
10.5	343	361	379
11.0	359	378	397
11.5	375	395	415
12.0	392	412	433
12.5	408	430	451
13.0	424	447	469
13.5	441	464	487

Kilde; Factset/Nordea Equities

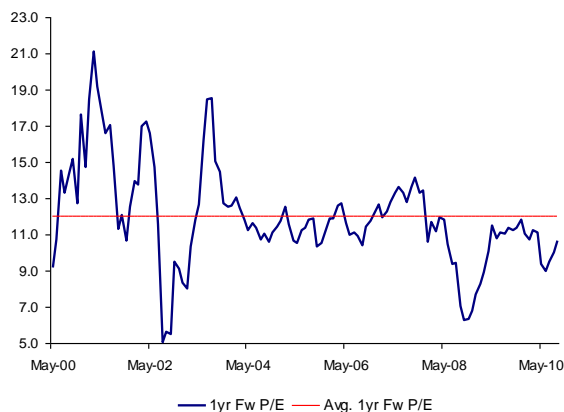
# OSEBX 12 måneders forward PE

- **Hva blir priset inn når usikkerheten råder?**
  - Ved store kriser tar markedet imot på ~6x 12mo Fw PE
  - Legger man til grunn fair PE på 10,5x, priset korreksjonen i august (PE 9,7x) inn 20% sannsynlighet for ny resesjon. Overdrevent mye når ISM og arbeidsmarkedsrapporten overrasket på oppsiden



# EPS OSEBX & Sensitiviteter

- Betydelig langsiktig potensial dersom veksten fortsetter og tilliten til estimatene fullt ut prises inn
  - Historisk snitt på 2011e: Hovedindeksen står i 480 poeng
  - Et høyt priset marked på 2011e (13x Fw PE): Oslo Børs står i 520 poeng. Oppside på 40%

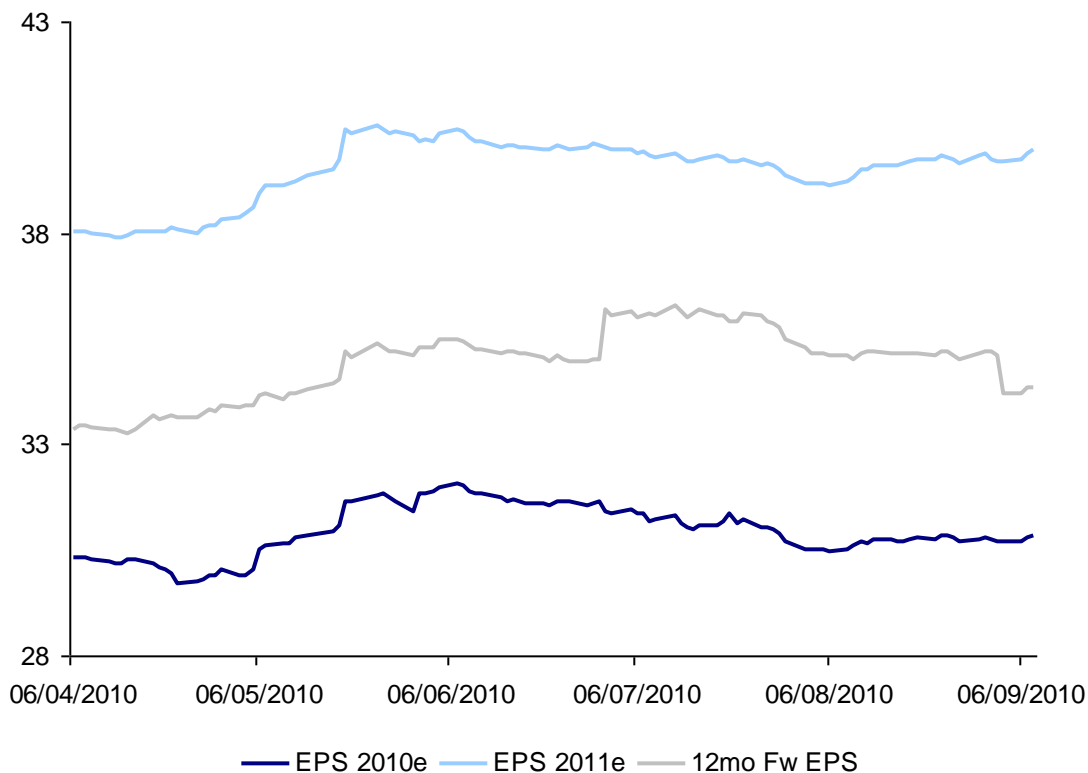


EPS OSEBX & Sensitiviteter

	(-)	2010E	(+)	(-)	2011E	(+)
<b>P/E</b>	<b>-5%</b>	<b>30.82</b>	<b>5%</b>	<b>-5%</b>	<b>40.03</b>	<b>5%</b>
<b>10.0</b>	293	308	324	380	400	420
<b>10.5</b>	307	324	340	399	420	441
<b>11.0</b>	322	339	356	418	440	462
<b>11.5</b>	337	354	372	437	460	483
<b>12.0</b>	351	370	388	456	480	504
<b>12.5</b>	366	385	405	475	500	525
<b>13.0</b>	381	401	421	494	520	546
<b>13.5</b>	395	416	437	513	540	567

# Estimatene på Oslo Børs, ned fra toppen i juni

- Knekk i 12 måneders forward EPS...
- ...analytikere faser inntekter til H2'11 → bygger nedside i '11e



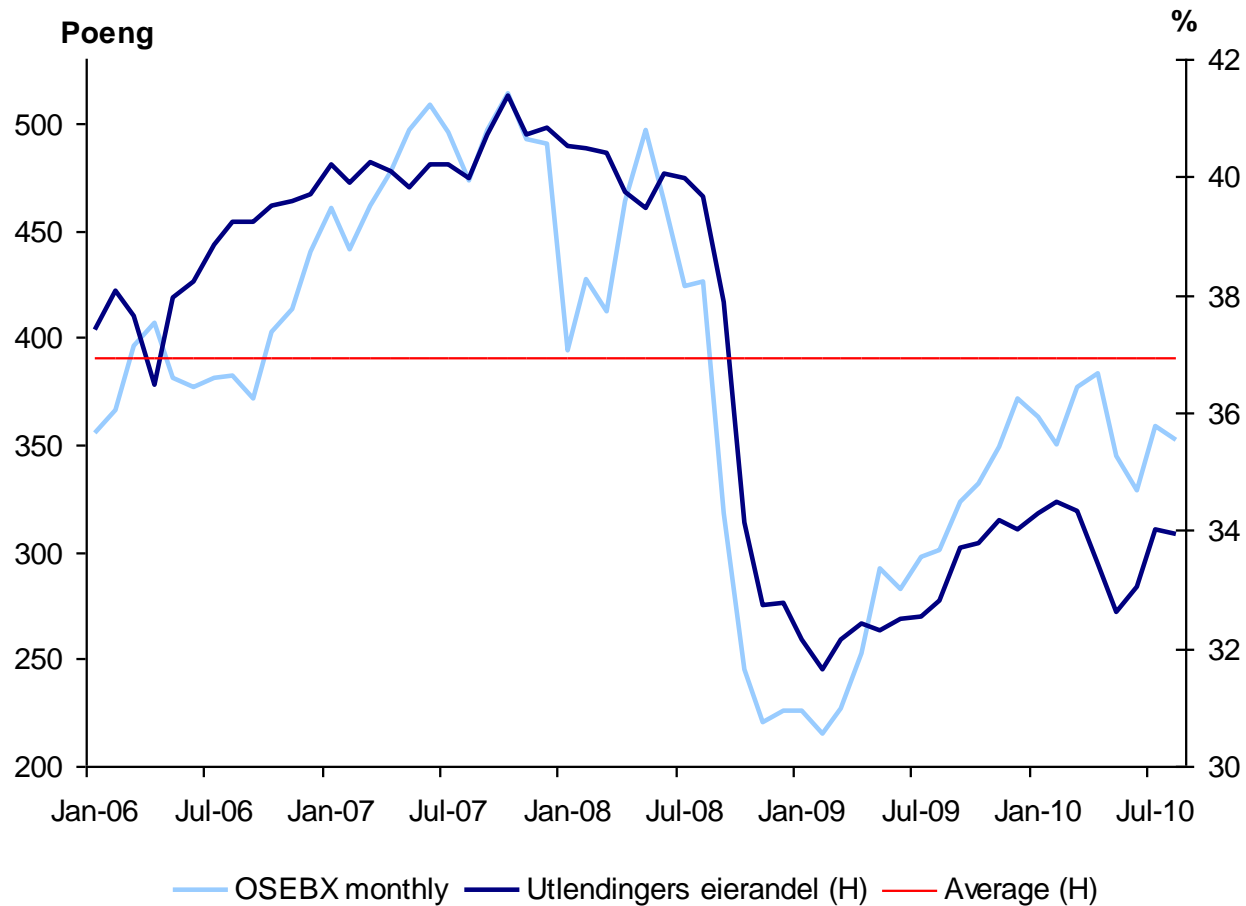
EPS	OSEBX	S&P500
<b>2010E</b>		
07-Jun	32.06	81.37
09-Sep	30.82	83.40
<i>Change</i>	<i>-3.87%</i>	<i>2.49%</i>
<b>2011E</b>		
07-Jun	40.44	95.58
09-Sep	40.03	95.75
<i>Change</i>	<i>-1.01%</i>	<i>0.18%</i>

# OSEBX Pris/Bok

- OSEBX handles til P/B 1,5x, godt under historisk snitt siste 10 år og langt unna tidligere "krakk"-nivåer
  - Historisk snitt siste 10 år: 1,8x (446)
  - Historisk snitt oppgangsmarked (mars 2003 til mai 2008): 2,05x (508)
  - Markedet har tatt imot på Pris/Bok 1,0x ved tidligere korreksjoner (248)



# Utlendinger vektet seg opp på Oslo Børs i juli



# Oppsummering

- **Kortsiktig markedssyn – Hold; ”range-trading” på Oslo Børs. Vi ser for oss Hovedindeksen i intervallet 340 – 390 i det korte perspektivet**
  
- **Triggere**
  - Makro
  - Prising
  - Likviditet
  
- **Likviditet**

## Disclaimer og viktig informasjon

**Analysens opprinnelse.** Denne analysen er utarbeidet av: Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Danmark A/S, Nordea Bank Finland Plc og Nordea Bank Norge ASA (sammen kalt "selskaper i konsernet"), representert ved Nordea Savings & Asset Management Equity Research ("Equity Research"). Selskapene i konsernet overvåkes av kredittilsynene i de respektive landene. **Innholdet i analysen.** Analysen er i sin helhet utarbeidet av Equity Research. Meningene eller forslagene til Equity Research kan avvike fra anbefalinger eller meninger gitt av andre avdelinger eller selskaper i Nordea-konsernet eller av Standard & Poor's. Dette kan skyldes forskjellige tidshorisonter, metodevalg, sammenhenger eller andre faktorer. Vurderinger og kursmål baseres på en eller flere vurderingsmetoder, for eksempel kontantstrømanalyser, bruk av multipler, tekniske analyser av underliggende markedsbevegelser kombinert med vurderinger av markedssituasjonen og tidshorizonten. Viktige forutsetninger for estimater, kursmål og fremtidsutsikter i analyser som er sitert eller gjengitt, fremgår av analyse materialet til de nevnte kildene. Publiseringsdato fremgår av det analyse materialet som nevnes eller gjengis. Meningene og estimater kan bli oppdatert i senere versjoner av analysen, forutsatt at vedkommende selskap/utsteder omtales på nytt i slike senere versjoner av analysen. Denne analysen er ikke gjennomgått av noen utstedere før offentliggjøring. **Analysens gyldighet.** Alle meninger og estimater i denne analysen, uavhengig av kilde, er gitt i god tro, gjelder kun på dato for denne analysen og kan endres uten varsel. **Ikke investerings- eller skatteråd.** Denne analysen er utarbeidet av Equity Research som generell informasjon til personlig bruk for de investorene som mottar den. Analysen er ingen anbefaling om bestemte finansielle instrumenter eller strategier. Analysen gir ikke individuelt tilpassede investeringsråd og tar ikke hensyn til din økonomiske situasjon, dine eiendeler eller din gjeld, din investeringskunnskap og erfaring, dine investeringsformål og din horisont eller risikoprofil og dine preferanser. Før du handler ifølge opplysningene i denne analysen, anbefales det at du konsulterer din økonomiske rådgiver. Informasjonen i denne analysen er ingen råd om de skattemessige konsekvensene av å ta en bestemt investeringsbeslutning. **Kilder.** Denne analysen kan være basert på og inneholde informasjon, som for eksempel meninger, anbefalinger, estimater, kursmål og verddivurderinger, som stammer fra: Equity Researchs analytikere eller representanter, offentlig tilgjengelig informasjon, informasjon fra andre avdelinger eller selskaper i Nordea-konsernet, Standard & Poor's eller andre navngitte kilder. I den grad denne analysen er basert på eller inneholder informasjon som stammer fra andre kilder ("andre kilder") enn Equity Research ("ekstern informasjon"), har Equity Research ansett de andre kildene som pålitelige, men verken selskapene i Nordea-konsernet, Standard & Poor's eller andre forbundet med dem eller andre personer garanterer for nøyaktigheten, tilstrekkeligheten eller fullstendigheten av den eksterne informasjonen. Oppfattelsen av vurderinger eller anbefalinger som for eksempel Kjøp eller Selg eller lignende uttrykk kan variere, og definisjonen vises derfor i analyse materialet eller på nettsiden til hver navngitte kilde. Informasjon om strukturen, tidshorizonten og distribueringen, osv. av anbefalingene til Standard & Poor's finnes på [http://www.nordea.dk/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20dk/SAM\\_equity/SAM\\_Discloser/SPStarDistribution.PDF](http://www.nordea.dk/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20dk/SAM_equity/SAM_Discloser/SPStarDistribution.PDF). Informasjon om strukturen, tidshorizonten og distribueringen, osv. av anbefalingene til Nordea Markets finnes på [www.nordea.com/mifid](http://www.nordea.com/mifid). **Ansvarsbegrensning.** Selskapene i Nordea-konsernet, Standard & Poor's eller andre selskaper forbundet med dem eller andre personer påtar seg ikke ansvar for tap, direkte eller indirekte, som måtte oppstå på grunn av bruk av denne analysen eller innholdet, eller i forbindelse med den. **Informasjon om risiko.** Risikoen forbundet med investering i enkeltaksjer, inklusive dem som er nevnt i dette dokumentet, kan generelt være høy, fordi markedsverdien er eksponert mot mange forskjellige faktorer som selskapets drifts- og finansielle forhold, vekstutsikter, renteendringer, økonomiske og politiske forhold, valutakurser, endringer i markedssegment, osv. Når en investering eller et verdipapir er i en annen valuta enn investorens basisvaluta, kan endringer i valutakursene ha en negativ innvirkning på verdien, kursen eller avkastningen på investeringen. Tidligere resultater gir ingen garanti for fremtidige resultater. Estimater om fremtidig resultat er basert på forutsetninger som kanskje ikke realiseres. Ved investering i enkeltaksjer kan investor tape hele eller deler av sine investeringer. **Interesse motsetninger.** Selskaper i Nordea-konsernet, tilknyttede selskaper eller medarbeidere i selskaper i Nordea-konsernet kan utføre tjenester for, motta forretninger fra, ha langsiktige eller kortsiktige posisjoner i, eller på annen måte ha interesser i investeringene (inklusive derivater) til selskaper nevnt i analysen. For å begrense mulige interesse motsetninger og hindre misbruk av innsideinformasjon, er analytikerne i Equity Research underlagt interne etiske retningslinjer, retningslinjer for håndtering av innsideinformasjon, for ikke-offentlig analyse materiale, for kontakt med andre avdelinger i konsernselskapene og for personlige transaksjoner. De interne reglene er utarbeidet i overensstemmelse med gjeldende lovgivning og relevante bransjestandarder. Hensikten med de interne reglene er å sikre at ingen analytiker misbruker eller forårsaker at andre misbruker konfidensiell informasjon. Det er Equity Researchs policy at det ikke skal være noen forbindelse mellom inntekter fra kapitalmarkedsaktiviteter og de enkelte analytikernes godtgjørelser. Selskapene i Nordea-konsernet er medlemmer av fondsmeglerforbundene i de landene hvor selskapene i Nordea-konsernet har sine hovedkontorer. De interne reglene er utarbeidet i overensstemmelse med forslagene fra fondsmeglerforbundene. Dette materialet er utformet i henhold til Nordeas retningslinjer for interesse motsetninger, som ligger på [www.nordea.com/mifid](http://www.nordea.com/mifid). Viktig informasjon av interesse for dette analyse materialet ligger på [http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets\\_Discloser\\_Disclaimer.pdf](http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets_Discloser_Disclaimer.pdf). **Distribusjonsrestriksjoner.** Verdipapirene det refereres til i denne analysen, er muligens ikke tilgjengelig for salg i alle land. Denne analysen er ikke beregnet på og skal ikke distribueres til personkunder i Storbritannia eller USA. Dette dokumentet er underlagt regler om opphavsrett og skal verken helt eller delvis kopieres eller gjengis på annen måte.