MARKEDSUTSIKTER 2018

1/22/2018

Bullmarkedet fortsetter i 2018 også, men neppe mye lengre

Peter Hermanrud
Phone : (+47) 24 13 36 22
Mobile : (+47) 95184886
E-mail : ph@sb1markets.no

SpareBank 1 Markets
Phone : (+47) 24 14 74 18
Visit address : Olav Vs gate 5, 0161 Oslo
Post address : PostBox 1398 Vika, 0114 Oslo

SpareBank 1 MARKETS

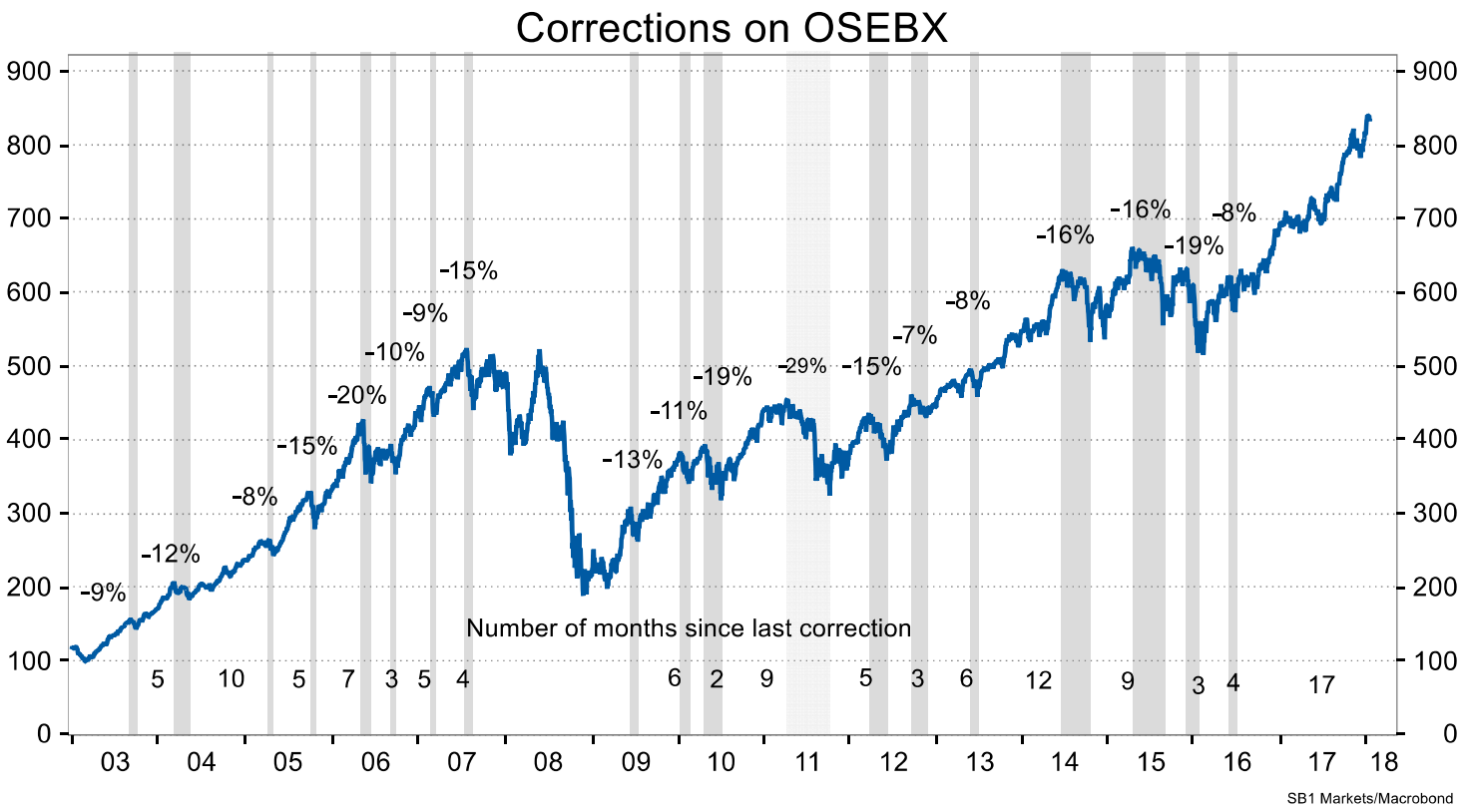
1/22/2018

- **Bra marked i 2018 også. Men vi nærmer oss slutten**
- **Aksjer er dyre – men ikke *for* dyre**
- **Et større krasj kommer først *etter* at makro har vært svak en stund**
- **Syklisk oppsving fortsetter, vil gi stigende inntjening og kurser**
- **Betydelig korreksjonsfare**
- **Boligmarkedskrasj en trussel mot bankaksjer, men ikke for børsen**
- **Syklisk, shipping og offshore blir vinnersektorer**

SpareBank 1 MARKETS

På tide med en korreksjon.

Dette er den lengste perioden uten korreksjon på 2000 tallet. USA opp 15 mnd på rad

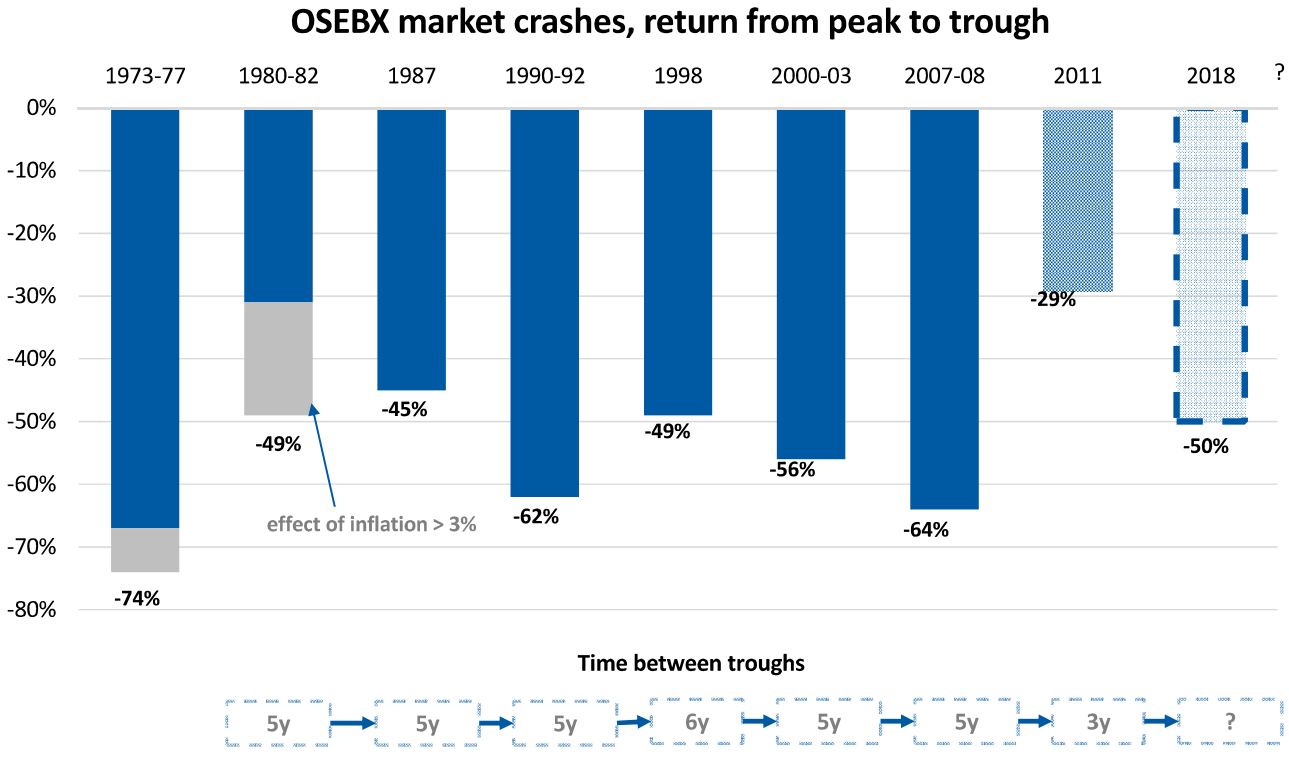


SB1 Markets/Macrobond

22/01/2018

Men det viktige er: Når kommer neste krakk?

Normalt smeller det ned 50% hvert 5. år

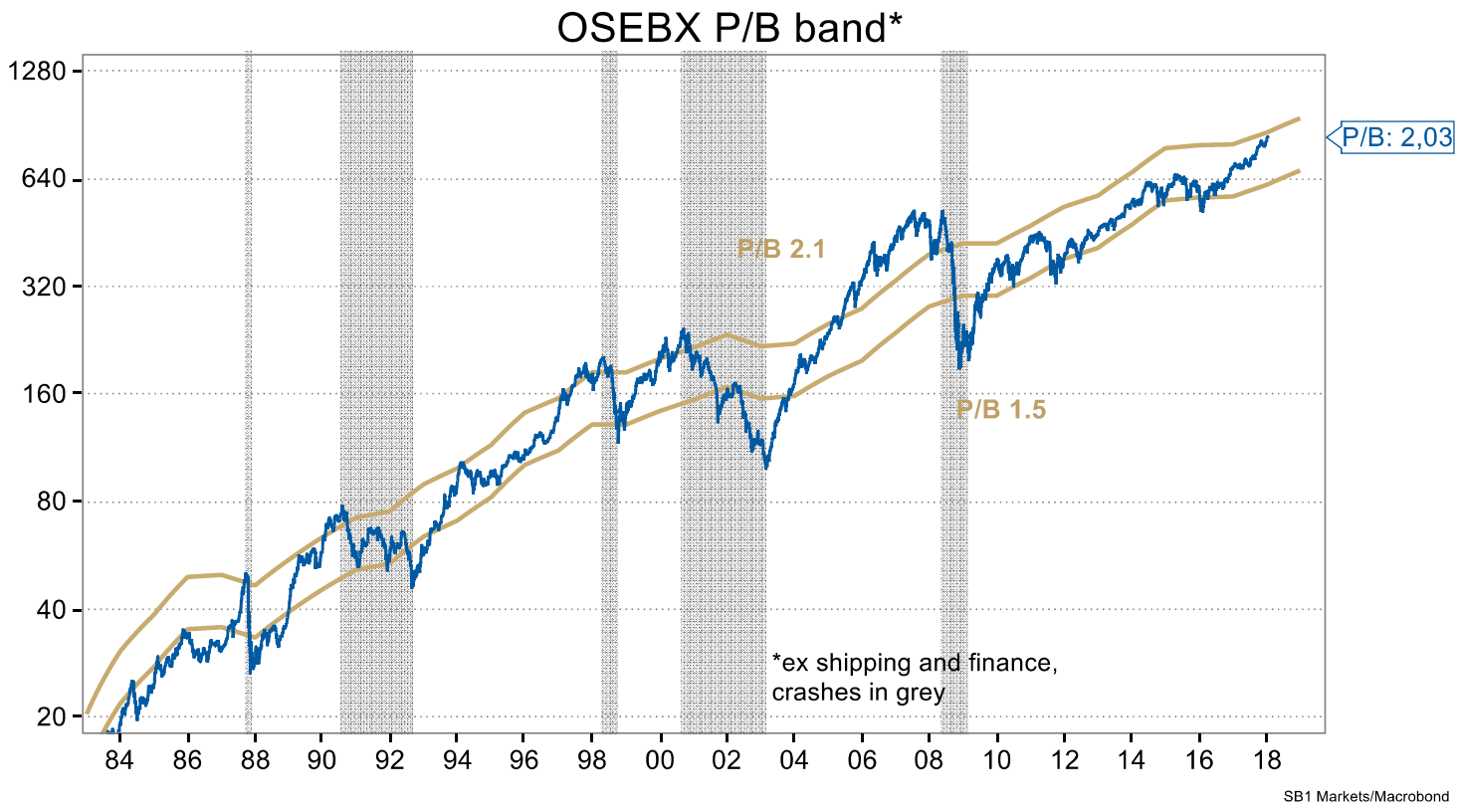


Source: SB1 markets, Macrobond

22/01/2018

Oslo Børs har ikke blitt dyr nok til å krakke - ennå

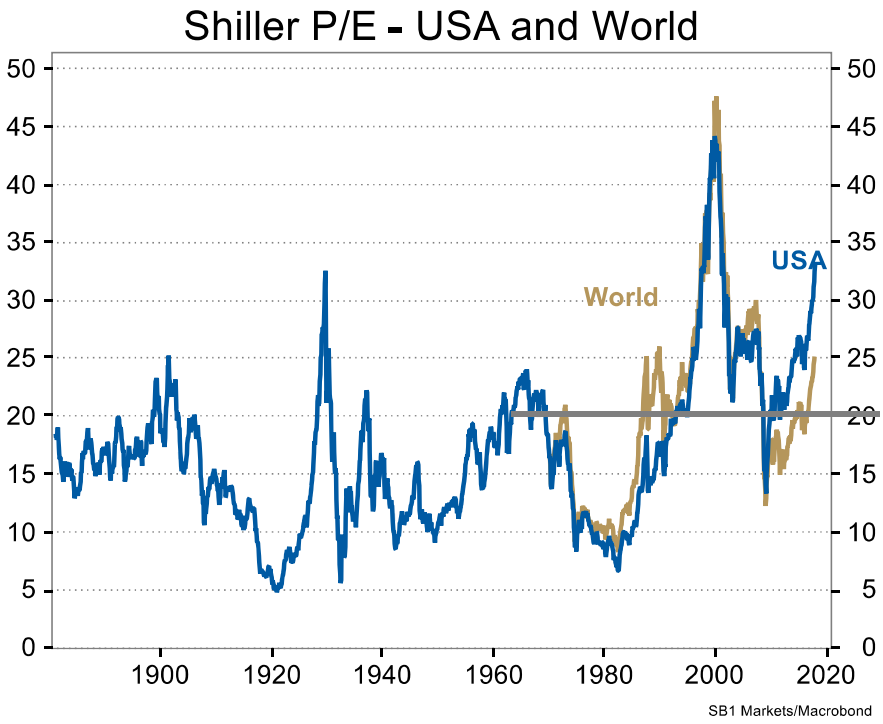
Alle krakk har startet over P/B 2.1



Source: Oslo Børs, Vital, Bloomberg, SB1 Markets, Macrobond. Note: Based on 12m fwd estimates for OSEBX, history deviates by +-7-8% from correct numbers. Will be refined

Det samme gjelder globale aksjer: Dyrt, men ikke dyrt nok

Perioden rundt år 2000 var en boble. I forhold til resten er det dyrt nå



Source: Shiller, MSCI, SB1 Markets, Macrobond
Note: World historical earnings reduced by 10% to compensate for operating vs reported EPS

Du har god tid på deg så lenge makrotallene er sterke

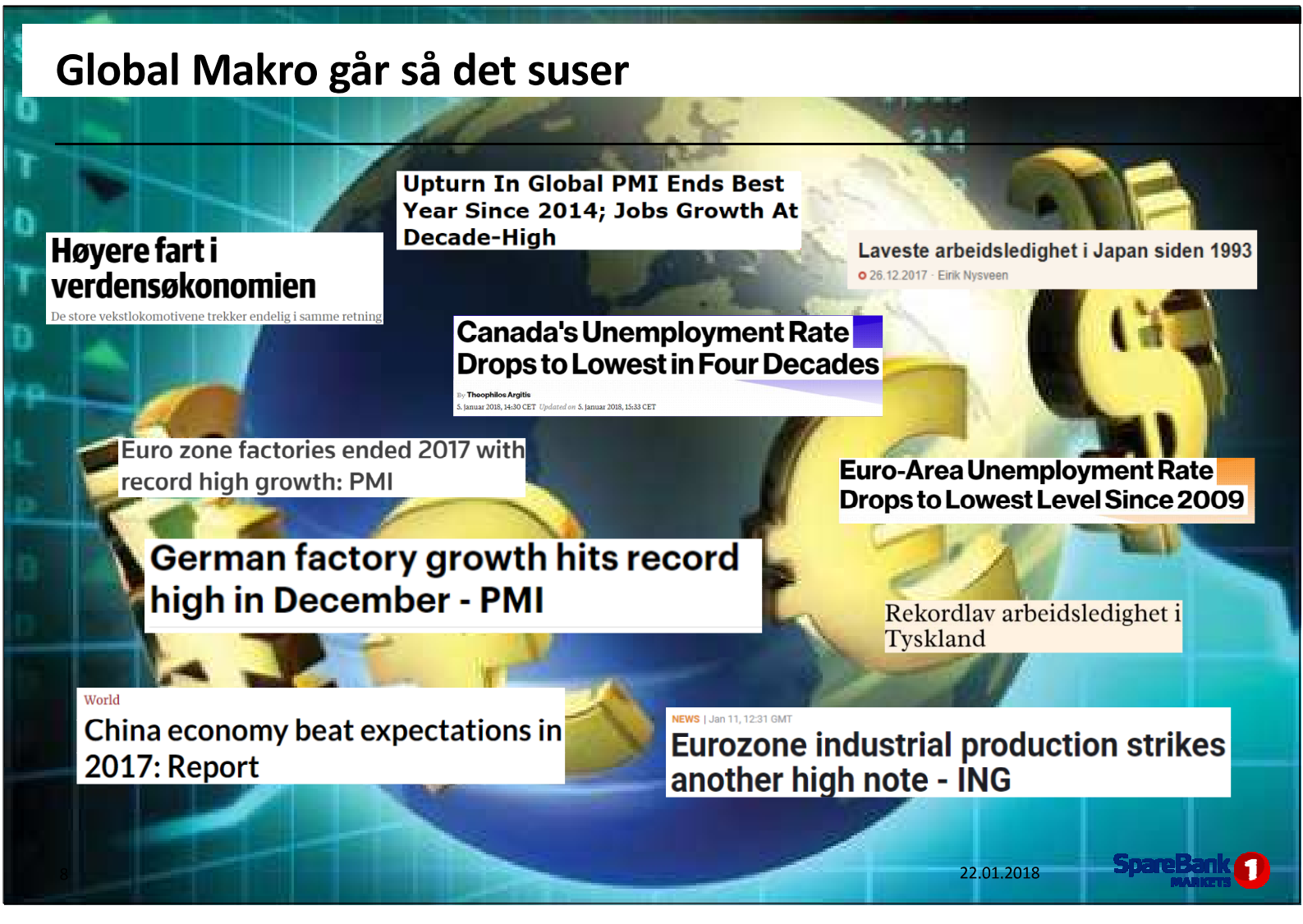
Historisk har makrotallene var middels til svake – før aksjene har begynt å falle

	1980	1987	1990	1998	2000	2008	Memo: No crash reports 2006	vs 2017
USA Consumer expectations	-2	0	-1	2	1	-2	0	2
USA New Home Sales	-2	0	-2	1	0	-2	-1	2
USA 12m fwd EPS	-1	1	-1	-1	0	-1	1	2
USA Leading indicators	-2	1	-1	-1	-1	-1	2	0
USA ISM	-2	2	-1	-1	0	-1	1	1
Jobbless claims	-2	1	-2	0	-1	-2	1	2
Score	-11	5	-8	0	-1	-9	4	9

Takes into account both level and direction of indicators

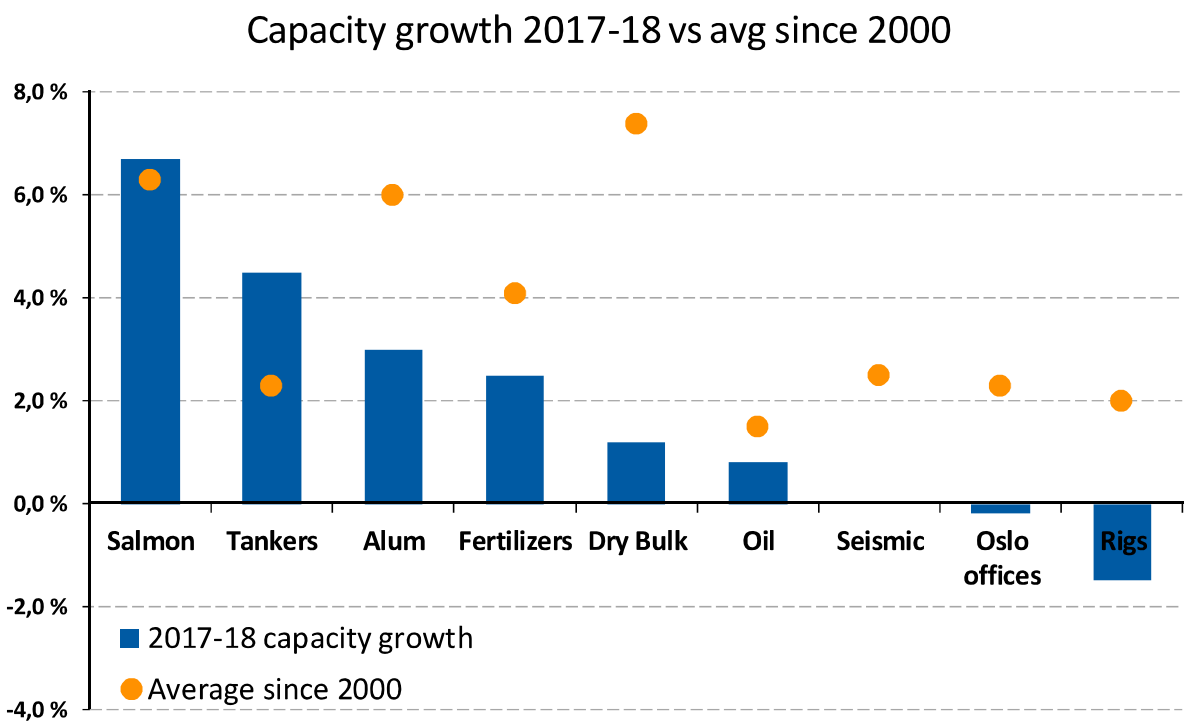
- 2006: “No crash in the cards”
- Oct 2007: ‘Now, a crash seems likely’
- U.S. indikatorer var tidligere mest relevante. Du burde kanskje se på verden nå

Global Makro går så det suser



Veldig lav kapasitetsvekst i nesten alle sektorer

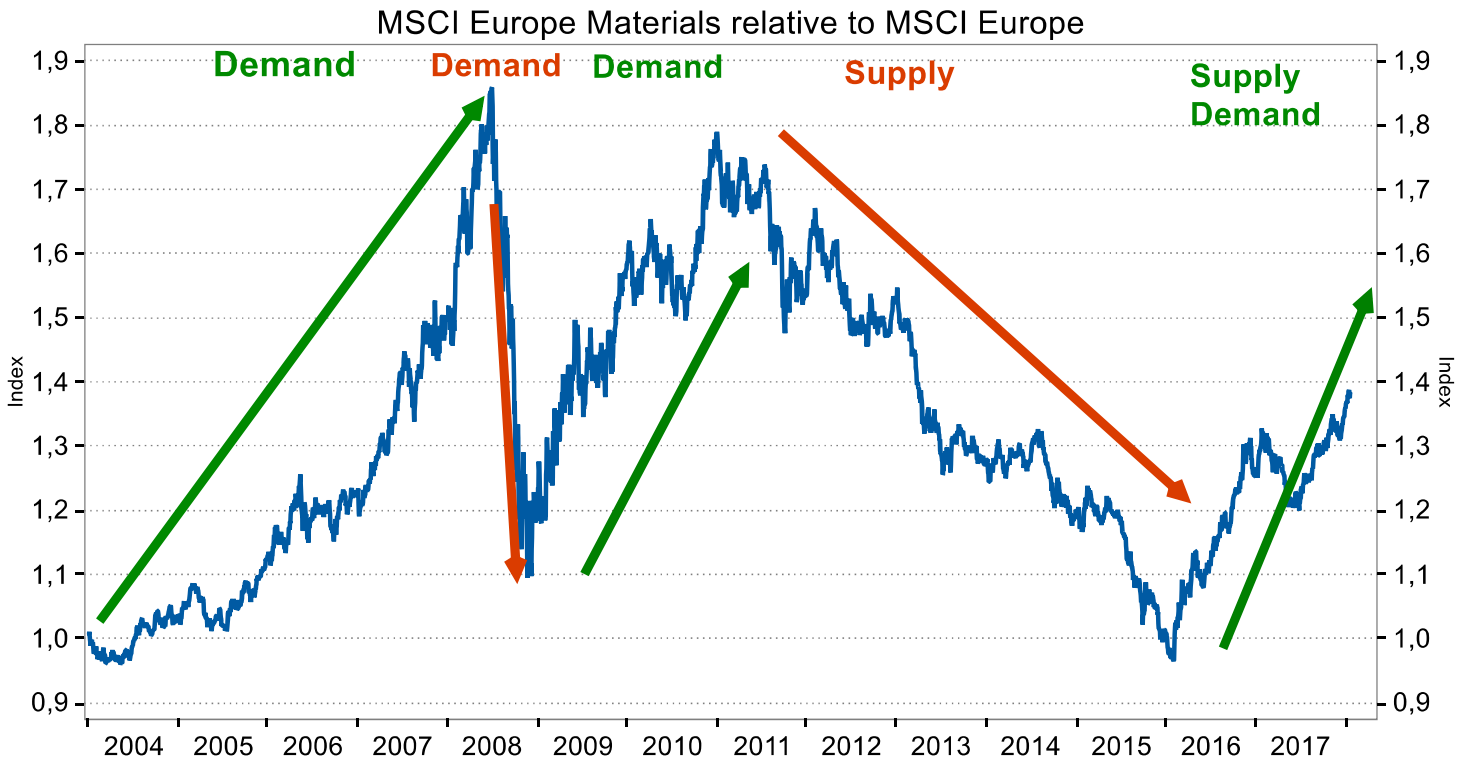
Kombinert med sterk etterspørsel vil dette gi stigende priser og aksjekurser



Source: SB1 markets, Bloomberg, Clarkson, Eiendomsspar, IHS, IEA, Companies.

Vi tror sykliske aksjer fortsetter oppturen i 2018

Derfor tror vi også at norske aksjer blir bedre enn utenlandske

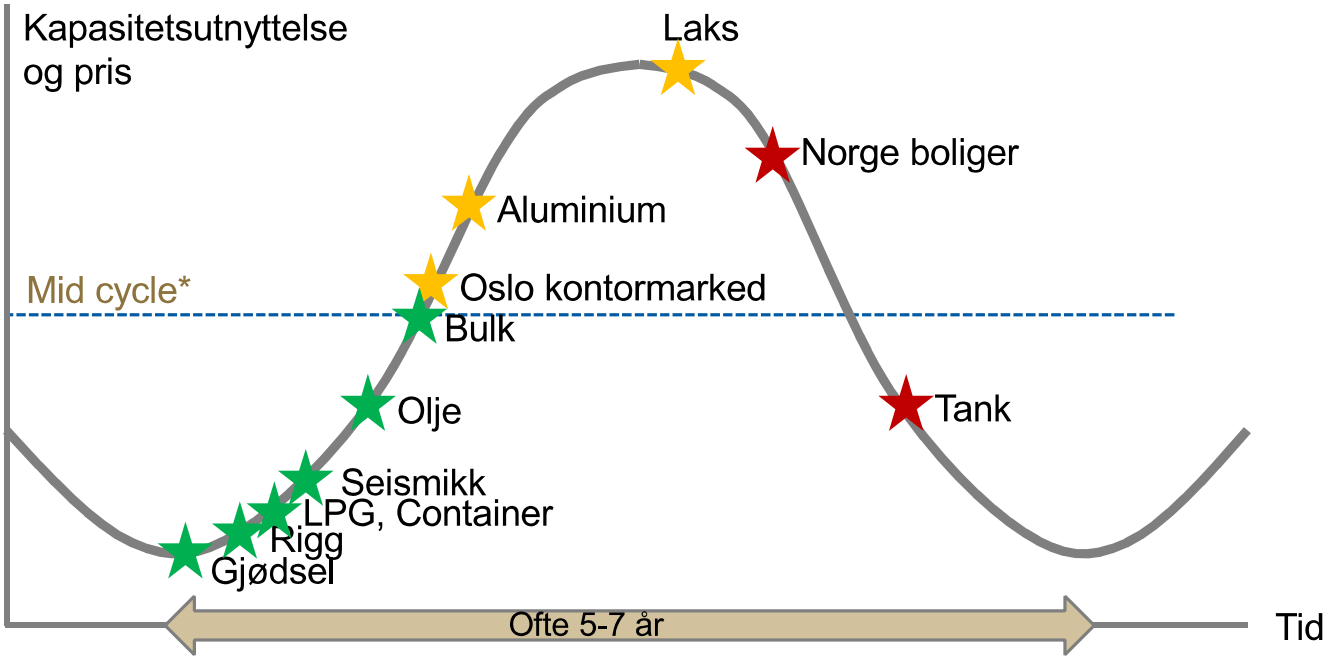


SB1 Markets/Macrobond /MSCI Barra

For sykliske aksjer er inntjeningsutsiktene gode

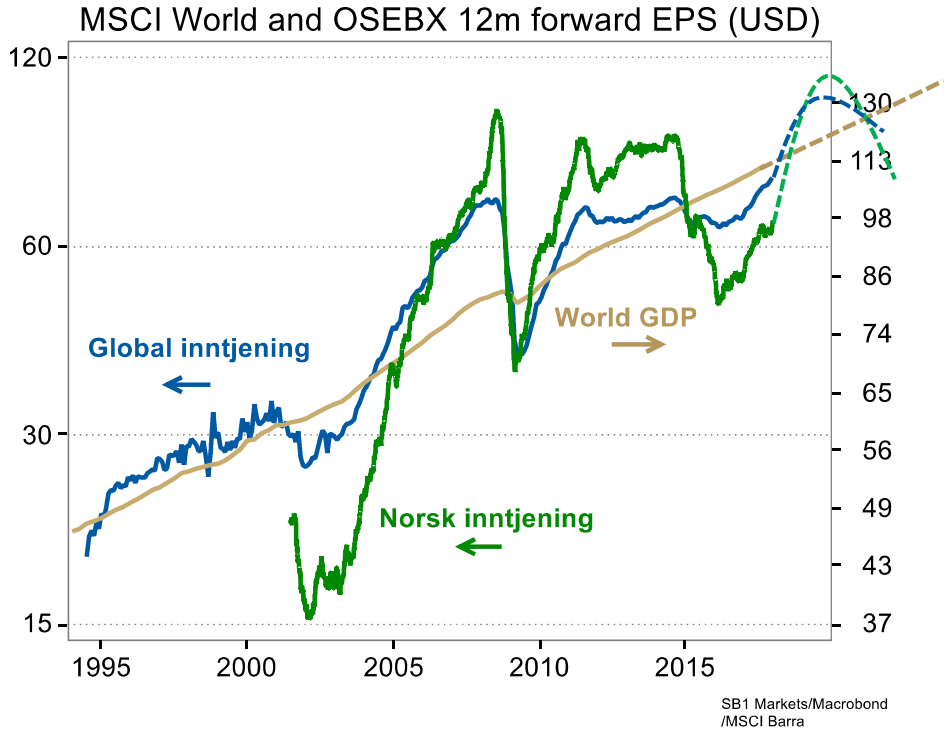
..og halvparten av aksjene på Oslo Børs er sykliske

Sykliske sektorer på Oslo Børs



*Mid cycle = akseptabel avkastning på ny kapasitet

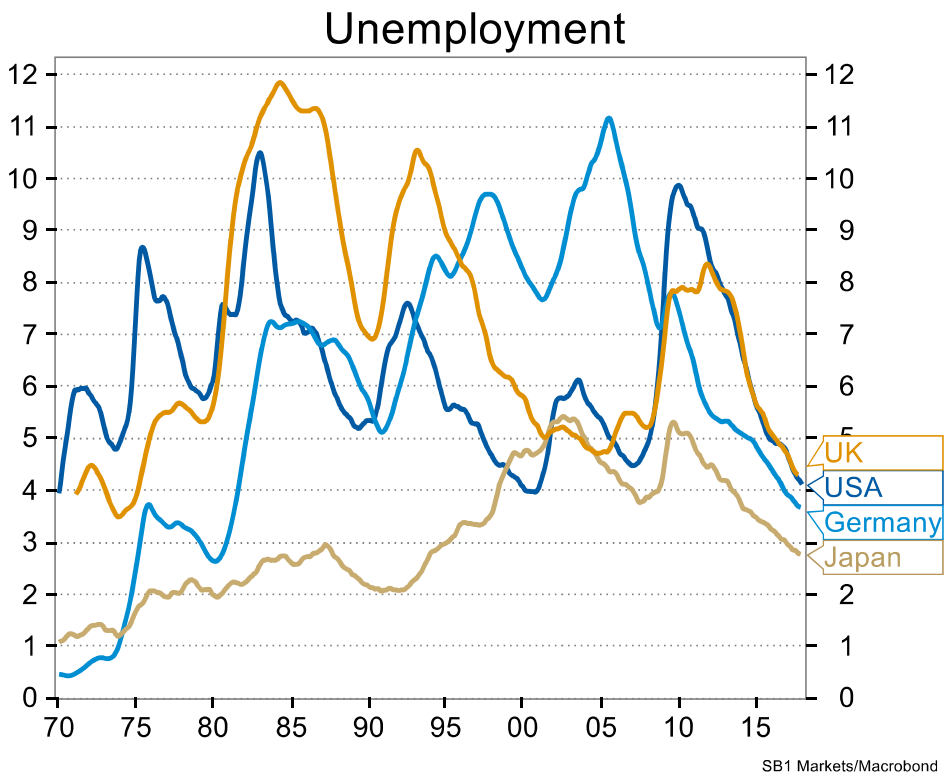
Sterk makro gjør at inntjeningen vil stige kraftig, særlig i Norge



SB1 Markets/Macrobond /MSCI Barra

Men intet tre vokser inn i himmelen

Fallet i arbeidsledighet kan ikke fortsette, og sparingen må snart slutte å falle



Når kommer smellene?

Ikke når oppturene har blitt for gamle

men etter at alt har gått for bra, for lenge

– og vi ender opp med for mye av det meste

1. **Lav ledighet/høy inflasjon**
2. **Gjeld**
3. **Investeringer**
4. **For investorer: Ting er for dyre**

5. **En sjelden gang: Noe annet går galt**

Vi nærmer oss toppen. Mye rødt her (og mer dersom oppturen varer et år til)

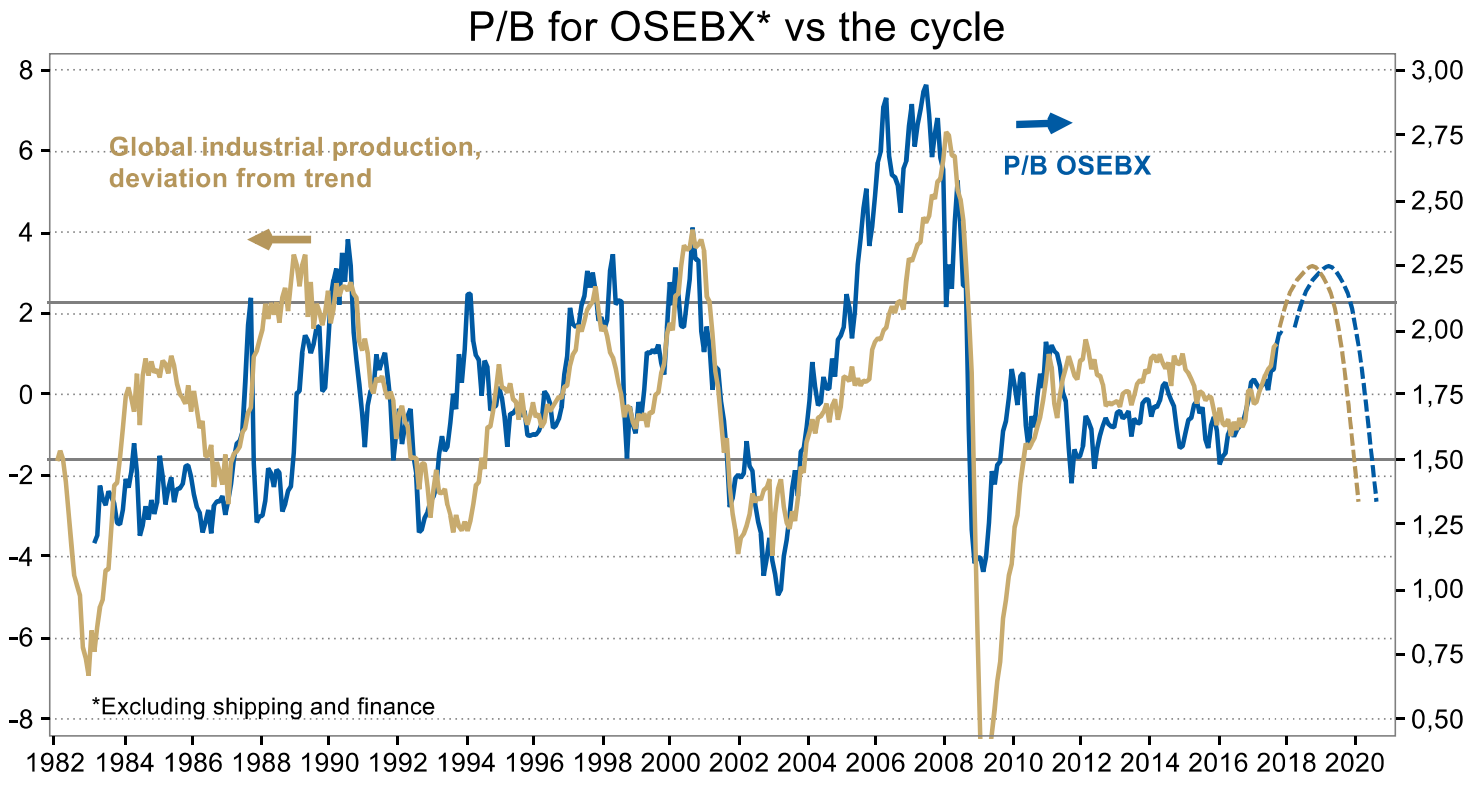
1. Ledighet – Arbeidsledighet lav, men moderat lønns/prisvekst
2. Gjeld – OK i mange rike land, ikke alle, Kina uroer
3. Investeringer – Er ikke lave lenger, kun farlig høye i Kina
4. Prising – Mange aksjer dyre, ingen billige. Renter for lave Kreditter ganske dyre. En del eiendom dyrt, noe ikke

En sjelden gang

5. Noe annet går galt – Trump & co skremmer, men de taper?
   BREXIT kan skape trøbbel, men mest for britene selv
   Ellers: Politikk, kriser, småkriger, flyktningekatastrofer er ikke viktig for VERDENSØKONOMIEN

Sterkt momentum gjør at oppturen varer 1-2 år til

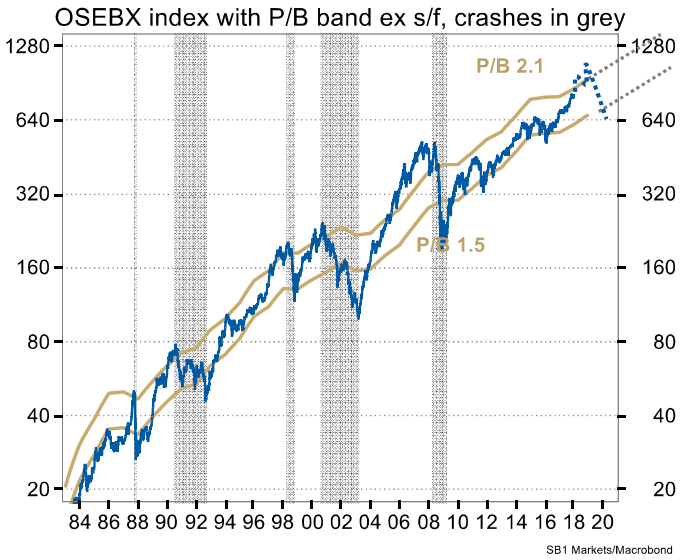
Prikket linje = guesstimate (boom-bust)



SB1 Markets/Macrobond

Et typisk bullmarked når 1000 før det krasjer

I 2013 sa vi et bullmarkedet kunne gi 800 i 2015 (+50%). Nå sier vi 1000, pga. bokvekst

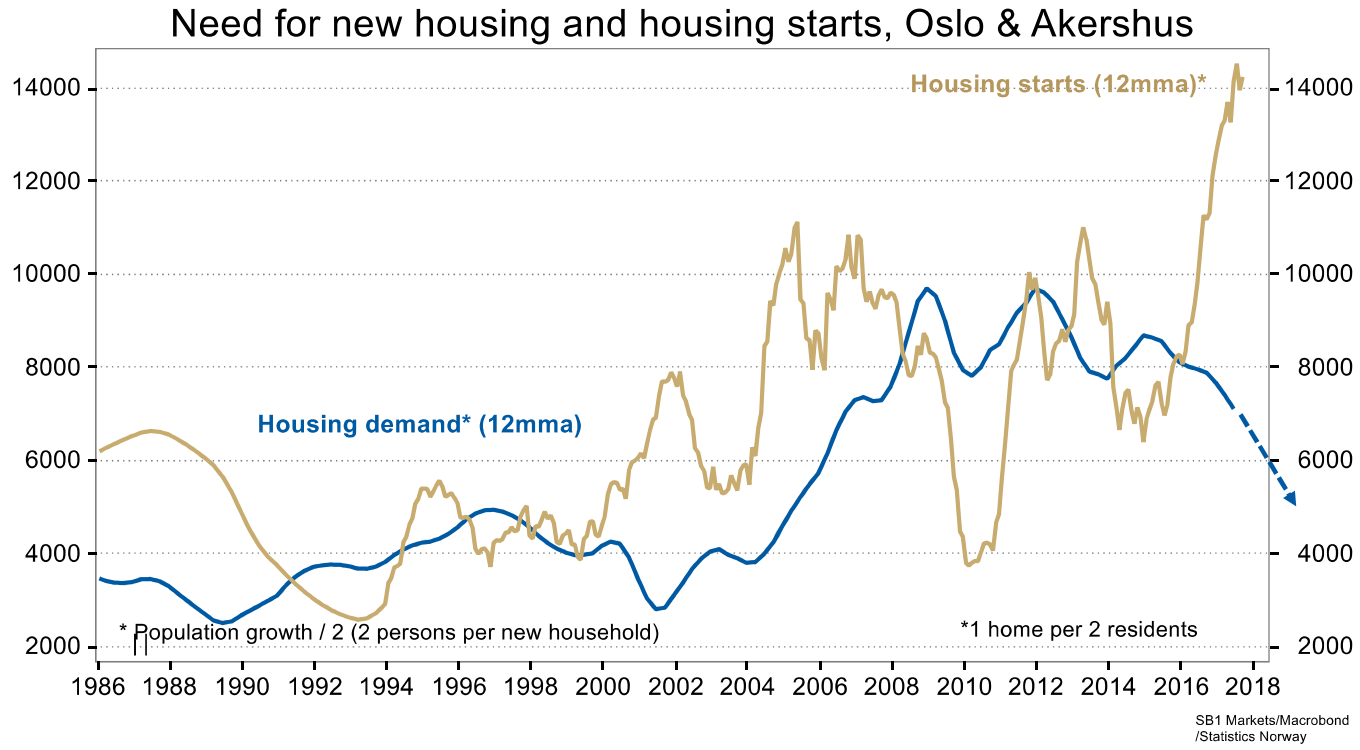


OSEBX peaks

Year	OSEBX	P/B
1993	92	2.2
1997	210	2.4
2000	250	2.6
2007	526	3.0
2014/15?	800	2.3
2018?	1000	2.3

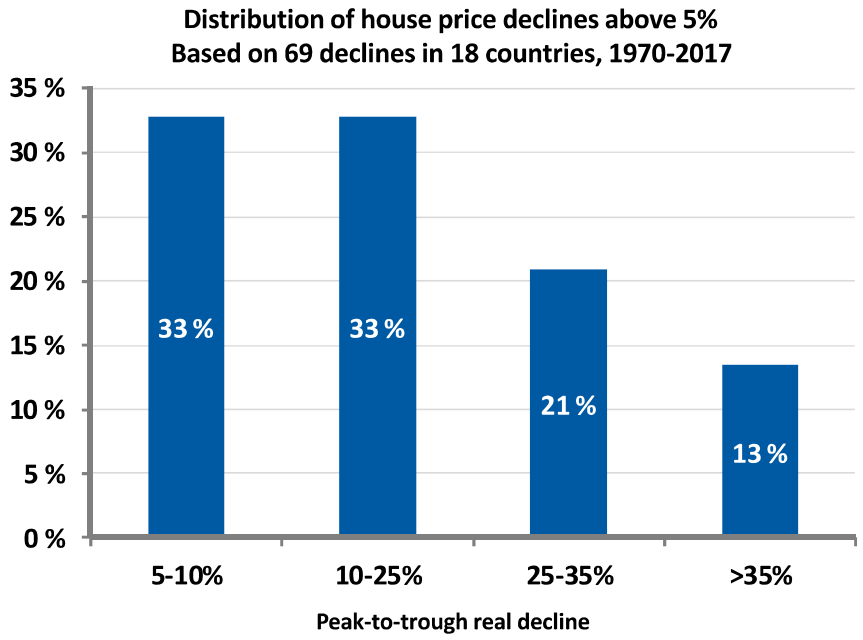
Ubalanse i boligmarkedet i Oslo/Akershus

Igangsettinger 14000, behov for nye boliger 5000



En negativ spiral begynner ofte så fort boligpriser er ned 5%

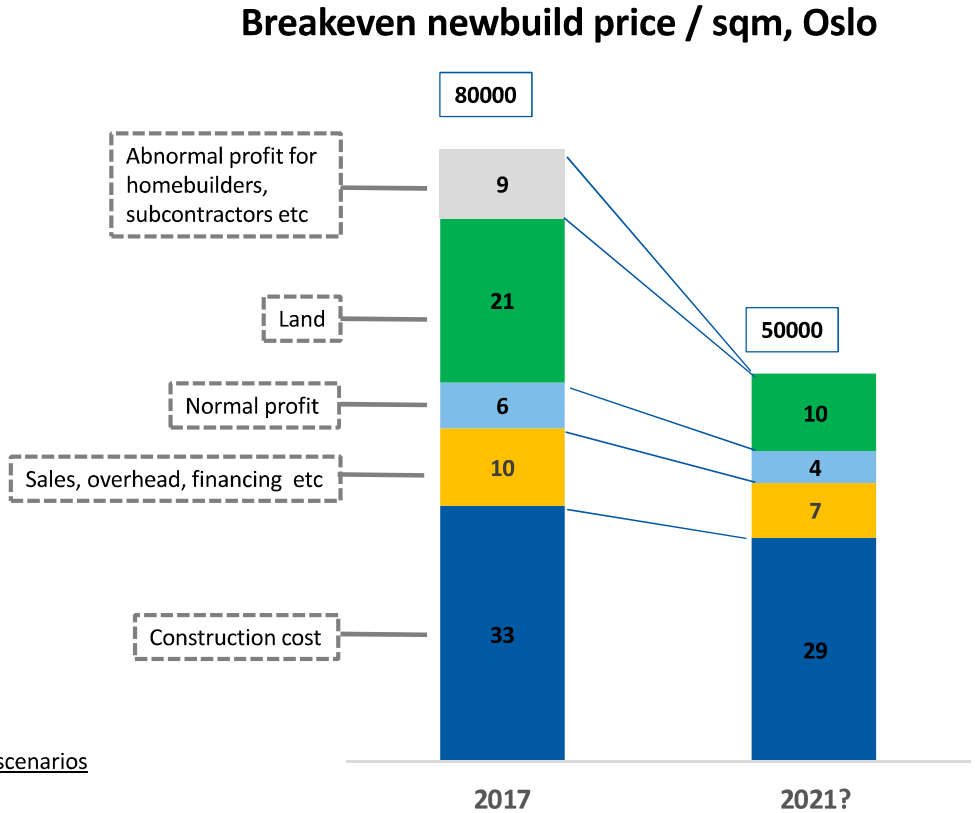
34% sjanse for et fall på mer enn 25%



- Fall på of 5% eller mer skjer kun hvert 10 år
- 1/3 av disse fallene blir mer enn 25% før de snur
- De største fallen er i snitt på 36%
- Og varer i snitt 6.5 år

Boligmarkedet kan være i balanse selv med 40% lavere priser

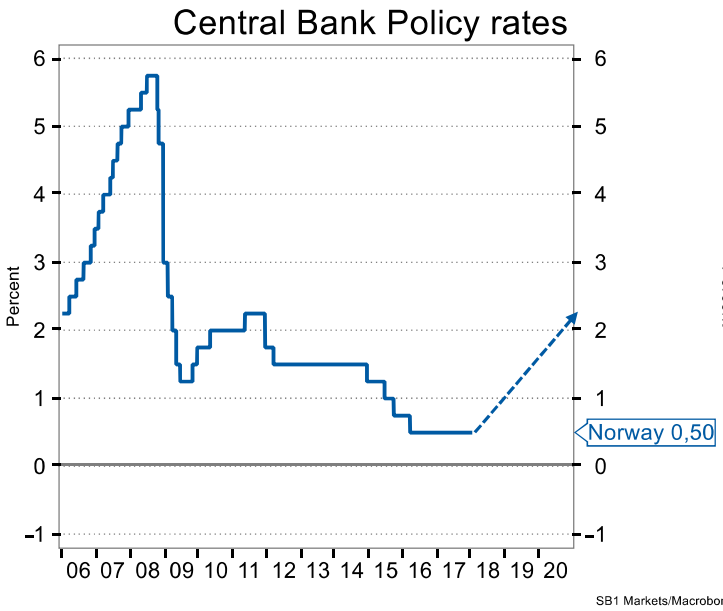
I hvert fall i Oslo

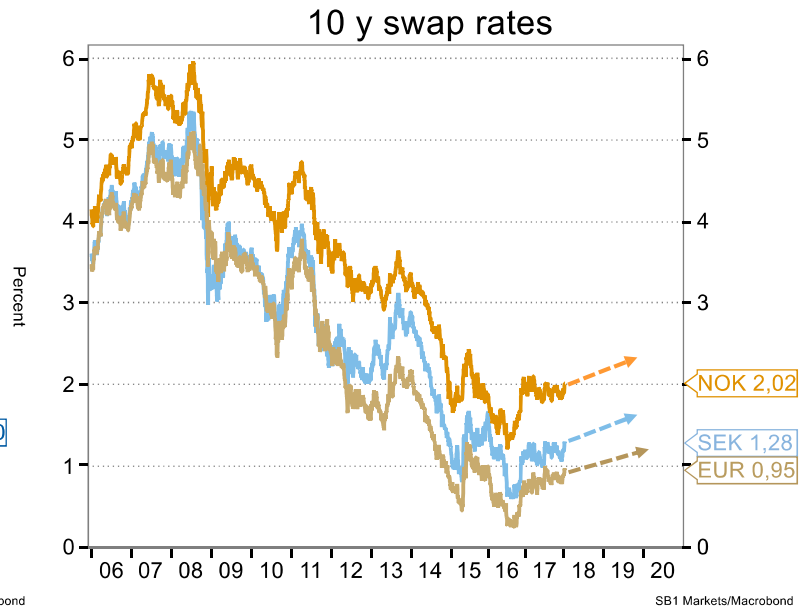


Back to scenarios

Damned if you do, damned if you don't?

Enten faller boligprisene videre - eller så kommer rentene opp og kveler oppgangen?





Et boligprisfall kan smitte på kontormarkedet…

Mer tilbud og mindre etterspørsel vil eventuelt snu kontoroppgangen

- **Fallende boligbygging gir mer kontorbygging**
  - » Fallende byggekostnader gjør at nye kontorbygg trenger lavere leie før de setter i gang
  - » Eiendomsutviklere vil fokusere mer på kontorprosjekter
- **Fallende boligpriser gir svakere økonomi og lavere kontorbehov**
  - » Boligbygging er like viktig for norsk økonomi enn olje- og gassinvesteringene
  - » Spareraten øker når boligprisene flater ut – mindre etterspørsel, færre arbeidsplasser
- **Vi vil få mindre konvertering fra kontor til bolig**

Ikke veldig bra risk / reward for eiendom i 2018

Ganske bra i hovedscenariet – men man må ta hensyn til alternativet også

- Høy økonomisk vekst ute
- Oljepris flater ut
- Gryende opptur i oljeservice

Hovedscenariet: boligpris snur

- Lavere igangsetting av boliger
- Norsk økonomi flater ut, bra nivå
- Norske renter stiger litt
- Kontorpriser – og leier stiger moderat
- Boligpriser stiger gjennom 2018

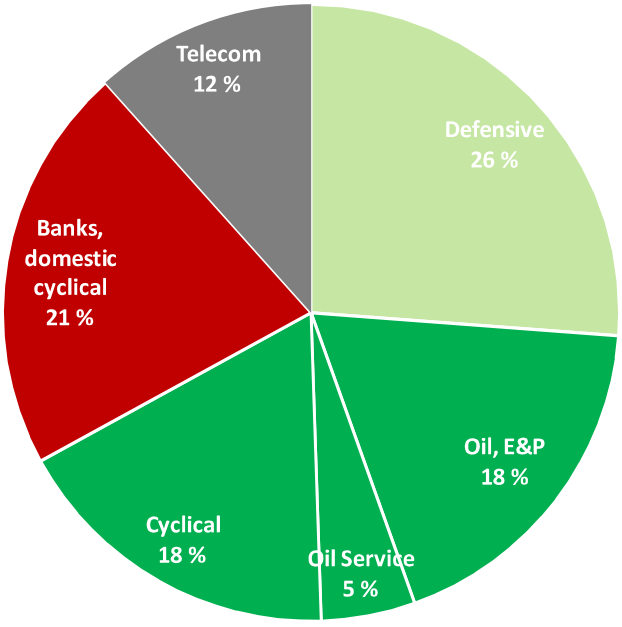
Om boligpris ikke snur

- Lavere byggeaktivitet og byggekostnader
- Norsk økonomi svekker seg
- Kontorleier flater ut i 2H
- Kontorpriser faller
- Retail / butikkpriser faller (netthandel)
- Boligpriser faller

Mye av børsen kan tjene på lavere boligpriser og NOK

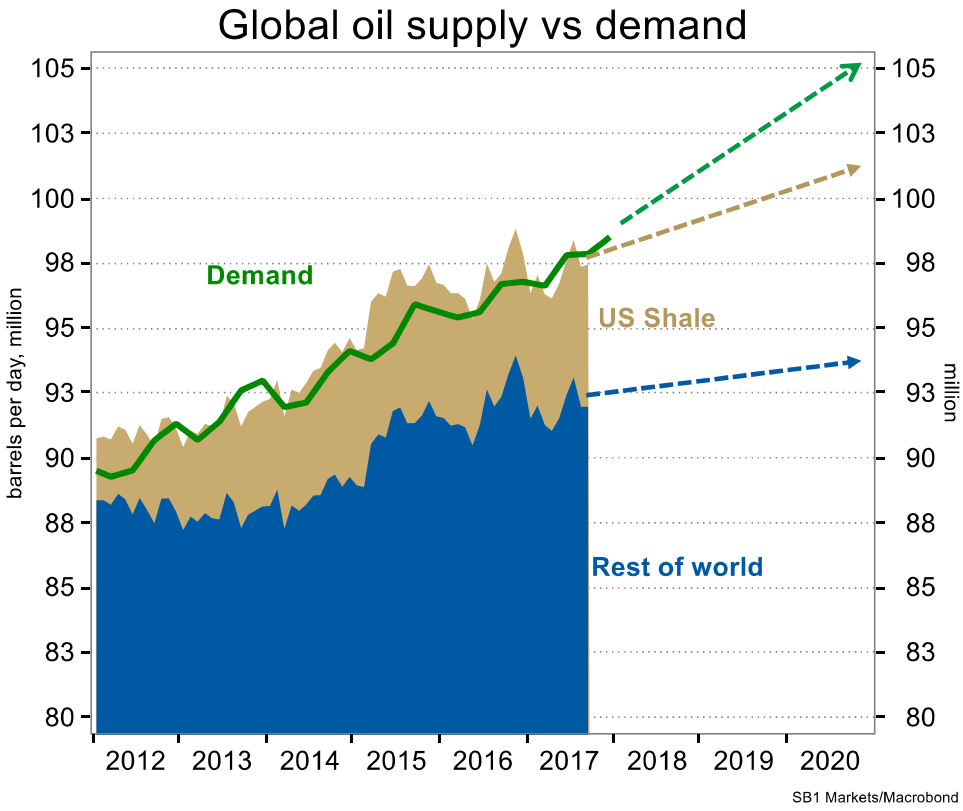
Noen aksjer vil tape, men de fleste vil tjene på svakere NOK

OSEBX Composition and effect of weaker house prices and weaker NOK



Det ble ikke for mye olje på 50$. Ikke på 60$ heller?

Shale har skuffet i år, og ellers vil produksjonen lide under tidenes investeringskollaps

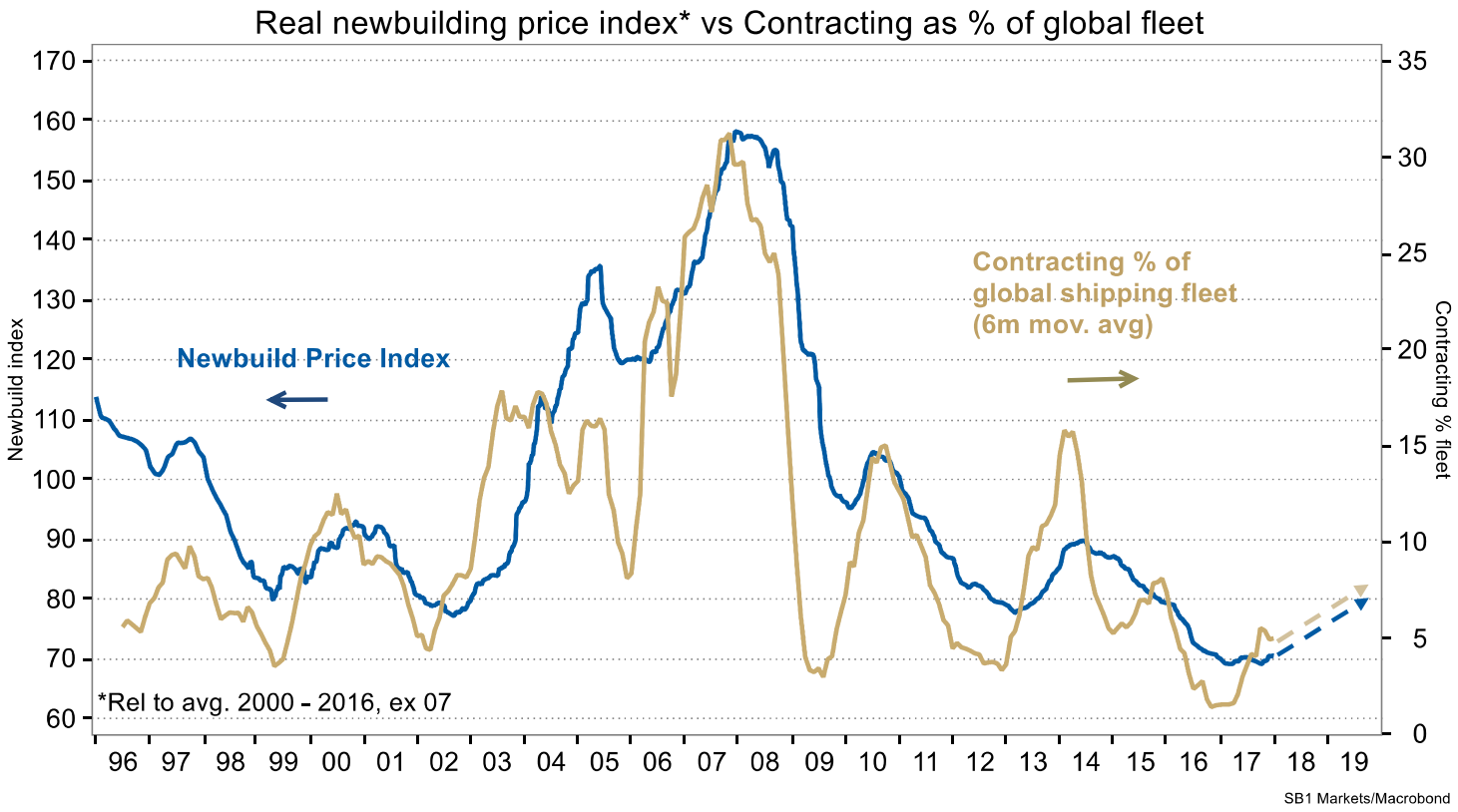


AKSJEANBEFALINGER

- GOGL
- SUBC
- RIGG (BORR e.l.)
- YAR

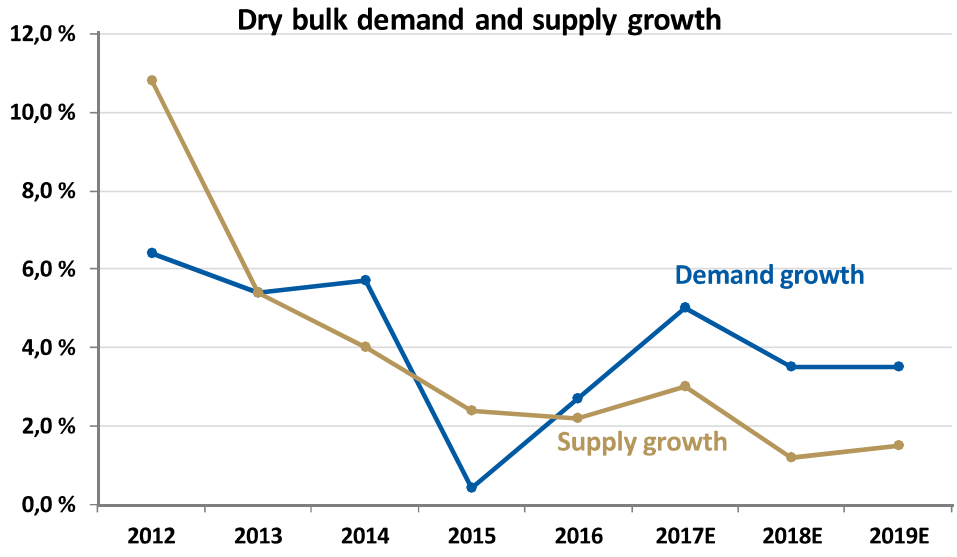
Vi venter bedre markeder og stigende nybyggpriser i shipping

Nybyggprisene stiger når kontrahering tar seg opp. Husk stålprisen er opp 100%



GOGL: Markedet strammer seg ytterligere til i 2018-19

Laveste flåtevekst på 15 år, og knallsterk etterspørselsvekst globalt



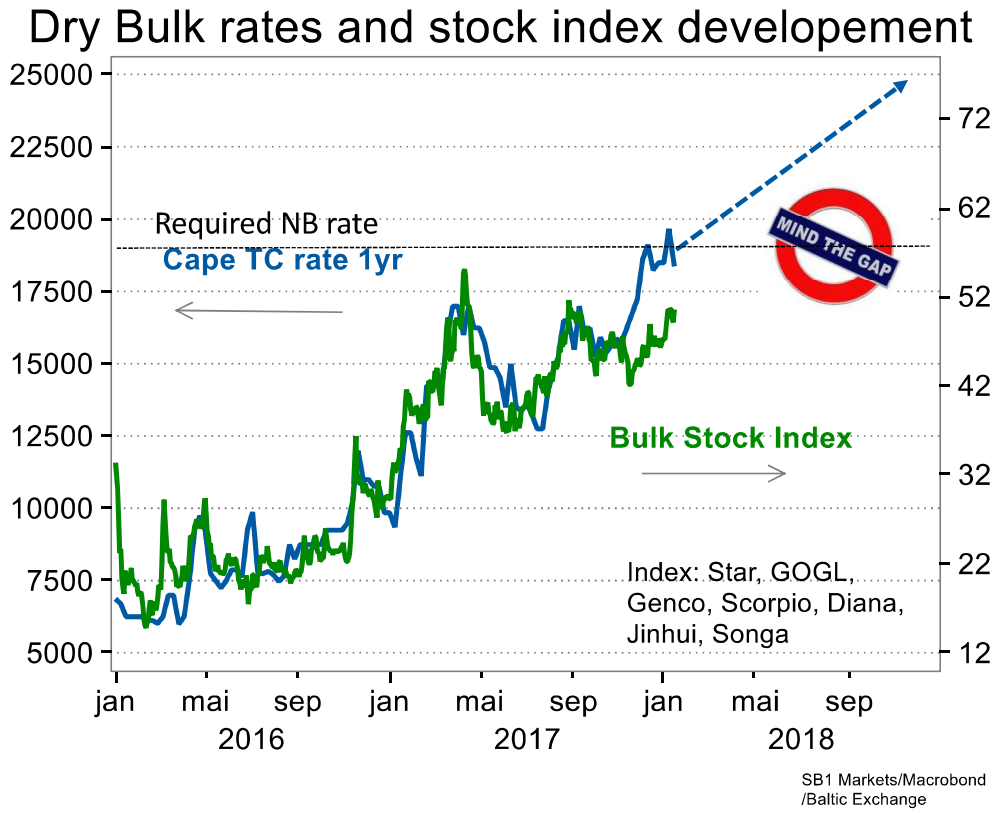
Source: SB1 Markets, Clarkson

Source Clarkson / SB1 markets

*Orders currently placed are mainly for 2010, some for late 2019

Rateoppgangen skal fortsette i 2018

Og skipsverdier og aksjer pleier å følge ratene. Har i hvert fall alltid gjort det



Nær tresifret kurs for GOGL i løpet av 2018

Verdi pr aksje (NAV) fra 54 til 88 pga. økte nybyggpriser og annenhåndsverdier

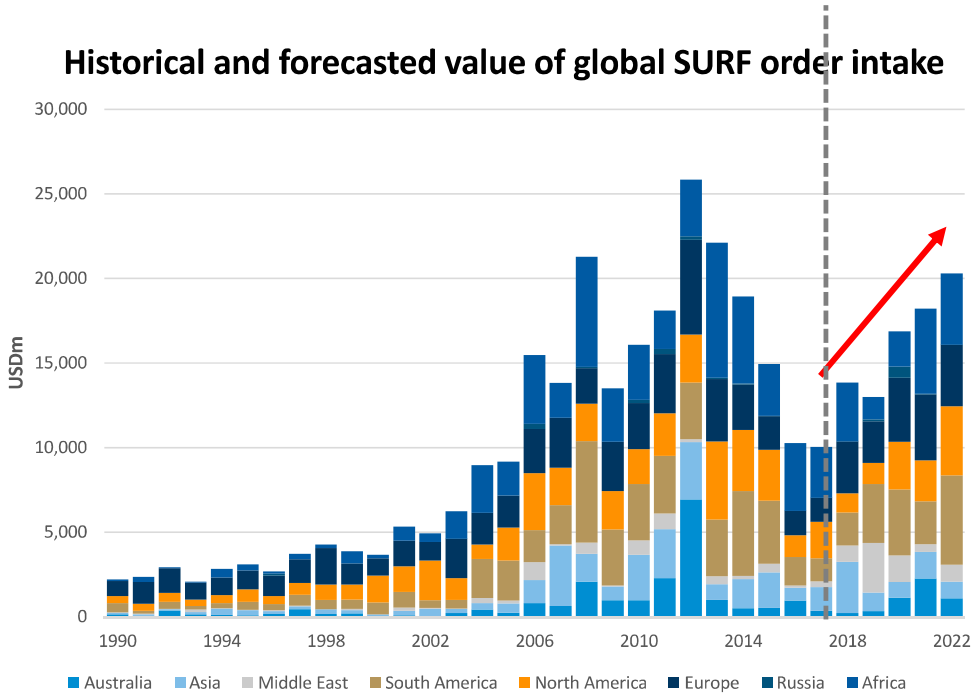
USD m	End-17	End-18 A	End-18 B	Change	Comment
Cape newbuild price	44	50,5	45,3	+ 15%/ +3%	Increased 15% in 2013 despite declining steel price. Now steel pricehas doubled
5y old vessel % of newbuild	75%	85%	95%	+ 13%/ +26%	Hits at least 85% when TC rates more than 10% above required NB rate
Value of 5y old Cape	33	43	43	+30%	
Increase in GOGL fleet value				+29%	Less upside in Panamax and newest vessels, more in older vessels
GOGL NAV	55	88	88		Market Cap / EV 40%. Assumes cash flow = decline in fleet value due to age
P/NAV	1,31	1,10	1,10		1,1 probably low for highest-priced bulk stock
GOGL share price	71	97	97		

Vi er på starten av et rally i offshore – og riggaksjer

- Oljeselskapenes oljereserver faller
- De har penger å investere: Beste kontantstrøm siden 2011
- Shale er ansett som mindre attraktivt relativt sett, bl.a. høyere kostnader,
- Offshore har veldig lave kostander, men bare i 2018-19
- Mange blir fristet til å investere mer offshore

SUBC – bedret ordreinngang fra 2018

Det betyr vesentlig bedre momentum for SUBC. Veldig bra vekst I Nordsjøen I 2018!

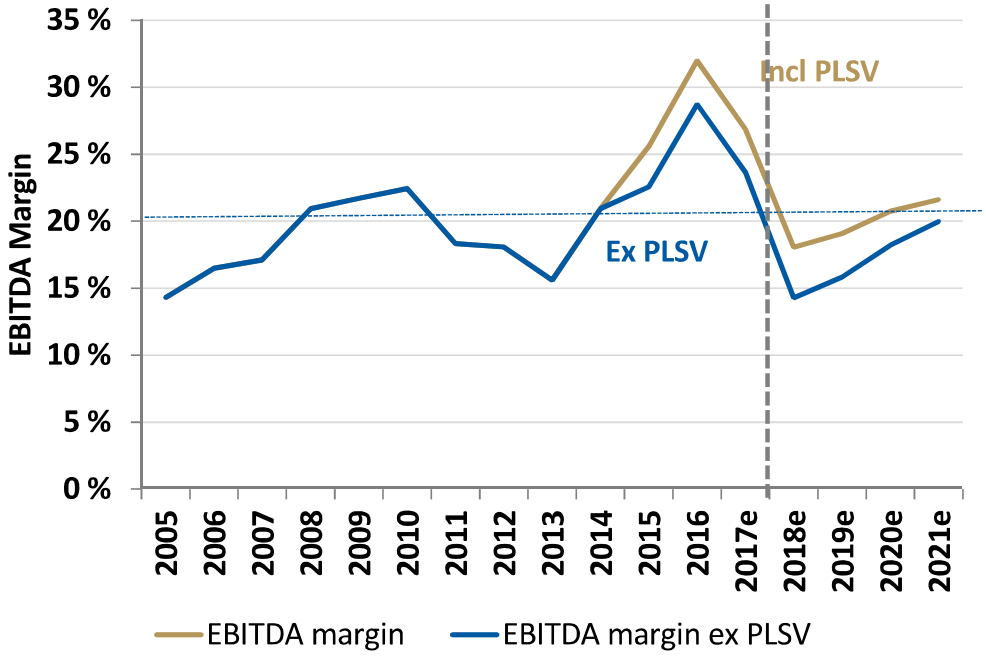


Source: Rystad, SB1 Markets

Marginen bunner i 2018-19, men skal gradvis opp igjen

Vi estimerer normalmargin i 2021

Ex de supelønnsomme PLSV kontraktene som nylig ble forlenget til 2021, er marginene nå i bånn – fordi de leverer de siste «legacy projects» tidlig 2018. Nå er det bare kontrakter inngått i det dårlige markedet. Men markedet tar seg opp, mange konkurrenter er blitt borte, marginene stiger og SUBC har gjort og vil gjøre gode oppkjøp



Tror kursen er nær doblet om tre år.

Og kan ikke helt se hvor jeg tar hardt i

SUBSEA 7 Key Number

	2017	2018	2021
Omsetning	4000	4000	4600
EBITDA margin	*27 %*	*18 %*	*22 %*
EBITDA	**1060**	**710**	**1000**
Rec EPS (NOK)	12,0	5,0	11,0
EPS ex-cash			10,5

	End-17	End-20
Net cash	30	65
Verdi ved P/E 15		160
Forventet aksjekurs		225

Comments

Konservativt. 7000 i 2014

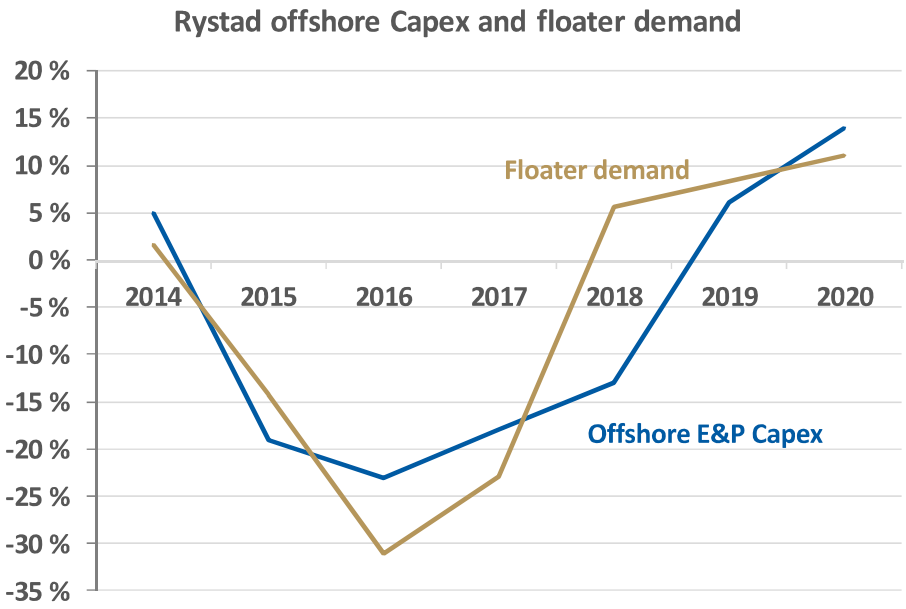
Legacy fra pre-2015 løper ut tidlig 2018, ca 17% margin på nyere kontrakter. Tilbake til minst historisk snitt 21%. Ekstrem margin på PLSVer

Verd 80 kroner: Enten lønnsomme oppkjøp eller betalt i utbytte

Konservativt. Ugearet selskap, høy kvalitet.

Antall rigger i arbeid vil begynne å øke

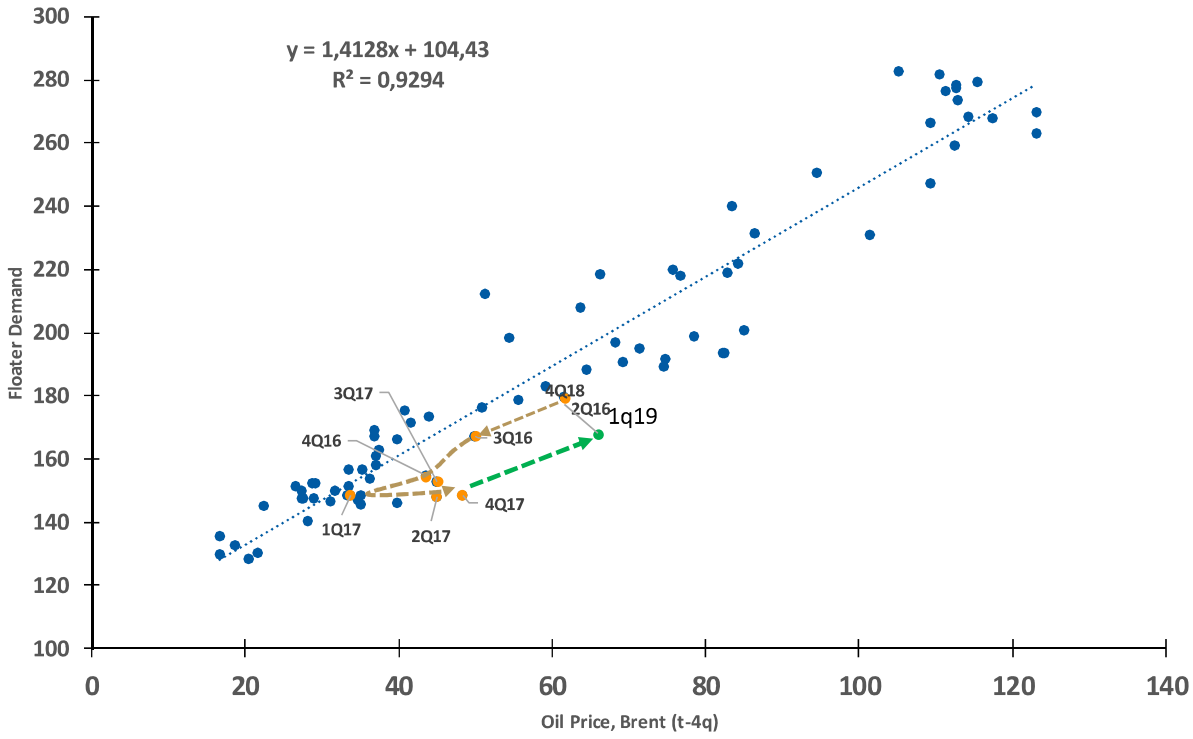
…selv om mange spår at budsjettene til oljeselskapene faller videre for offshore-capex



- Reasons to expect growth in 18:
- Demand has been flat for 12 months
- Higher E&P budgets for 18 and higher oil price give room for growth
- Increasing activity in Brazil

En høyere oljepris vil føre til økt riggetterspørsel

Riggetterspørselen nå reflekterer fjorårets oljepris på 45-50.

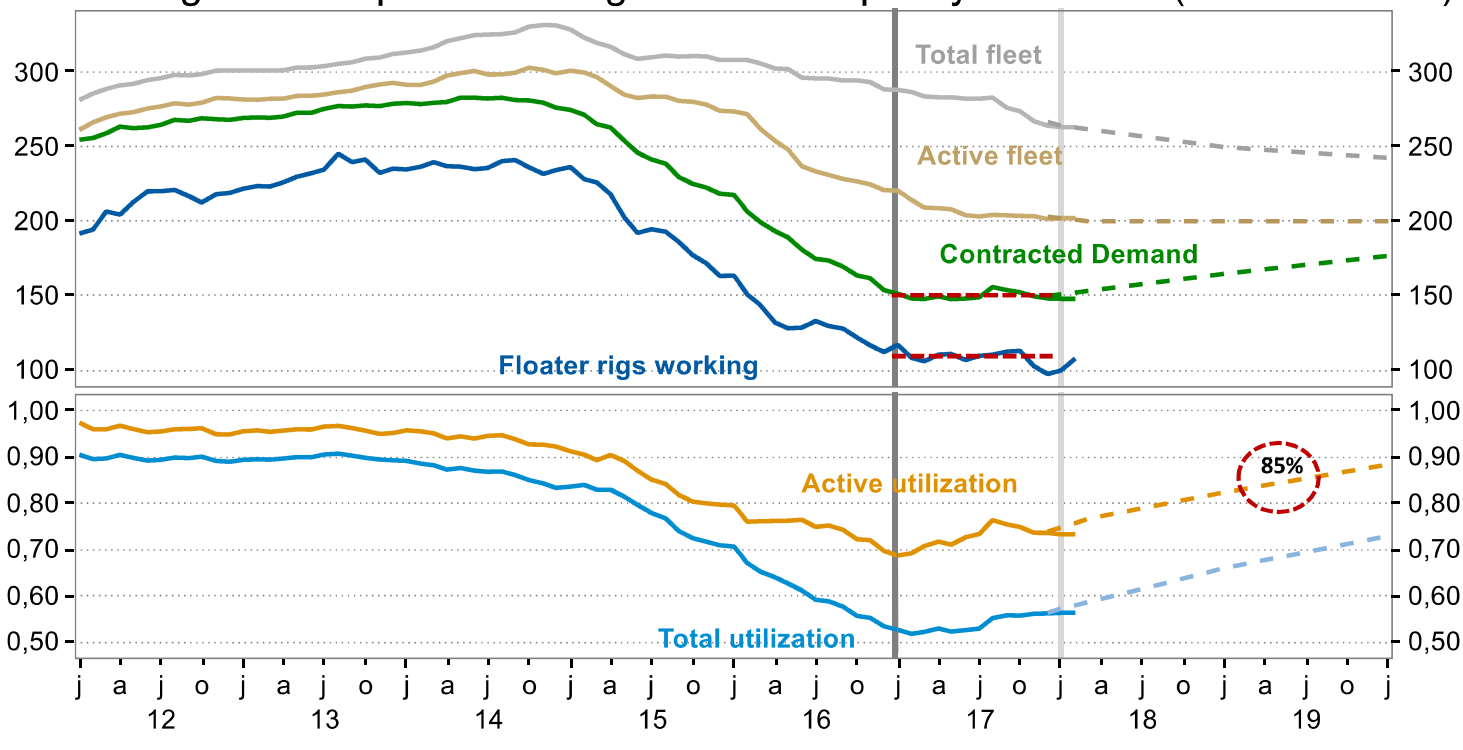


Source: SpareBank 1 Markets, Bloomberg, ODS Petrodata

Kapasitetsutnyttelsen i riggmarkedet vil gradvis forbedres

Fallende tilbud, litt økende etterspørsel. Aktiv utnyttelse vil nå nesten 90% innen end-2019

Floater rigs: decomposition of rig fleet and capacity utilization (2012 - 2018E)

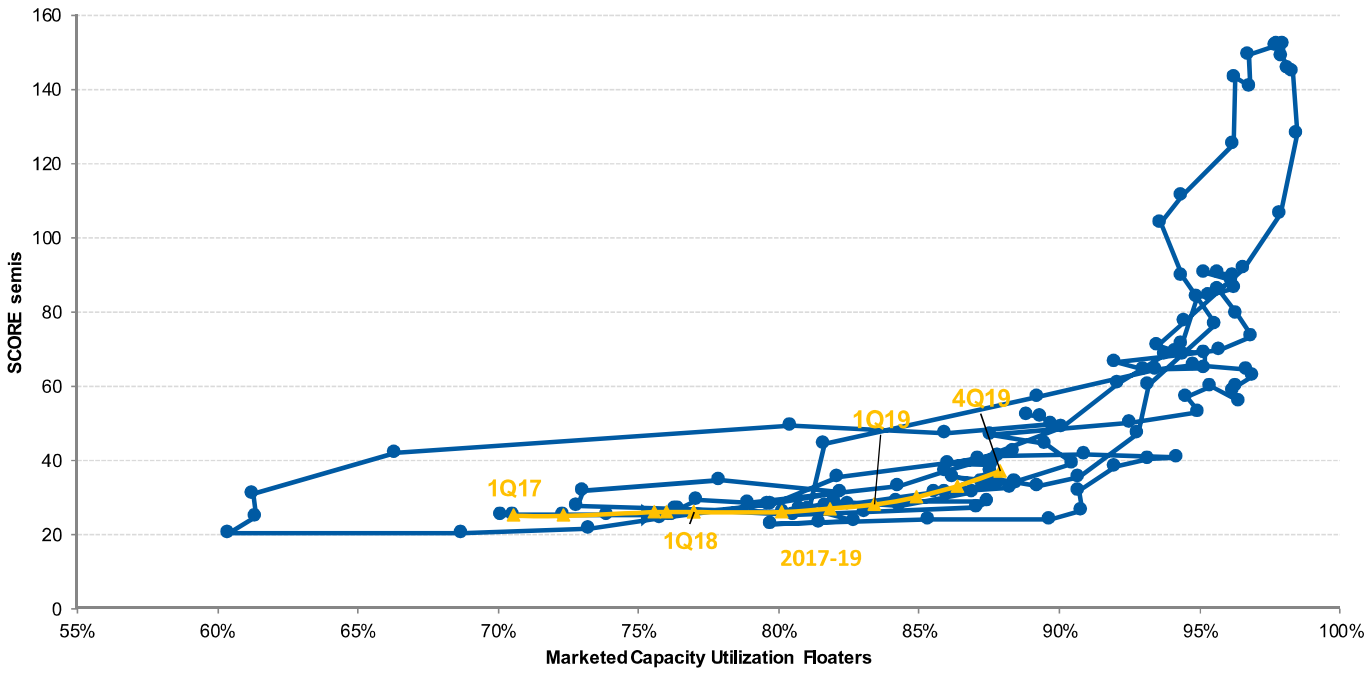


SB1 Markets/Macrobond

Total utilization = contracted fleet in % of total fleet. Active utilization = contracted fleet in % of total fleet.

Riggratene skal begynne å stige sent 2019, omtrent

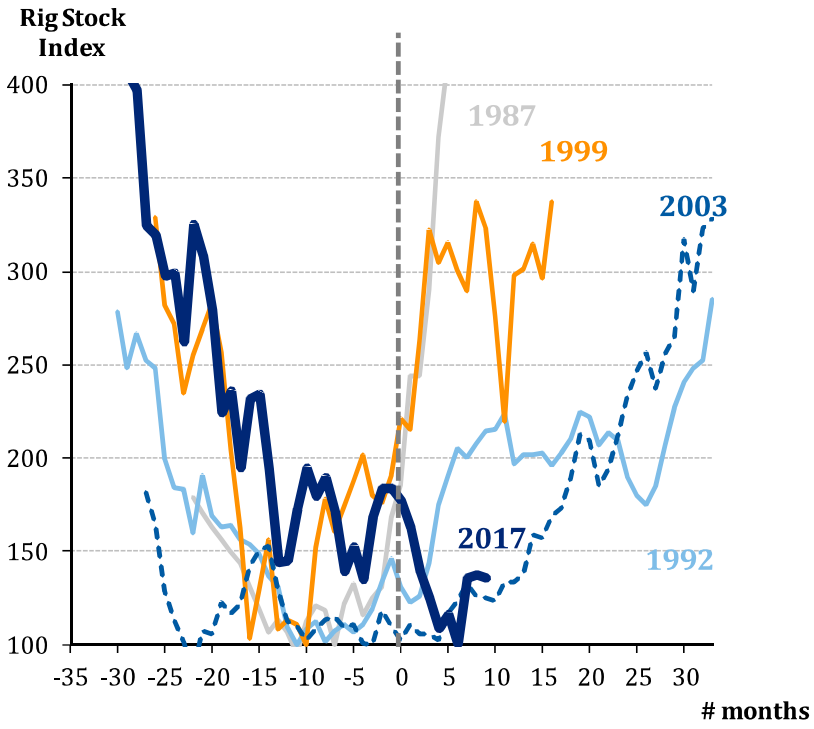
Floaters active utilization (demand / active fleet) and rig rates (SCORE)



Riggaksjer stiger enormt når markedet nærmer seg balanse

Tror vi får se noe slikt de neste to årene. Det startet i Norge høsten-16, sprer seg nok nå

Avkastning på riggaksjer rundt bunnen I kap. utnyttelse



Disclaimer

- **IMPORTANT DISCLOSURES AND CERTIFICATIONS**
- The analyses and statements in this note (the 'Note') must be seen as marketing material and not as an investment recommendation within the meaning of the Norwegian Securities Trading Act of 2007 paragraph 3-10 and the Norwegian Securities Trading Regulation 2007/06/29. The Note is for clients only, and not for publication, and has been prepared for information purposes only by SpareBank 1 Markets AS ("SpareBank 1 Markets"), an investment firm organized under the laws of Norway The Note shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes.
- SpareBank 1 Markets, subsidiaries, affiliated companies, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (individually, each a "SpareBank 1 Markets Party" collectively, "SpareBank 1 Markets Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Note. SpareBank 1 Markets Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, nor for the results obtained from the use of the Note, nor for the security or maintenance of any data input by the user. The Note is provided on an 'as is' basis. SpareBank 1 Markets Parties disclaim any and all express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use, freedom from bugs, software errors or defects, that the note's functioning will be uninterrupted or that the note will operate with any software or hardware configuration. In no event shall SpareBank 1 Markets Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Note, even if advised of the possibility of such damages. Any opinions expressed herein reflect SpareBank 1 Markets' judgment at the time the Note was prepared and SpareBank 1 Markets assume no obligation to update the Note in any form or format.
- The Note is not an offer to buy or sell any security or other financial instrument or to participate in any investment strategy. The Note should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. No SpareBank 1 Markets Party is acting as fiduciary or investment advisor in connection with the dissemination of the Note. While the Note is based on information obtained from public sources that SpareBank 1 Markets believes to be reliable, no SpareBank 1 Markets Party has performed an audit of, nor accepts any duty of due diligence or independent verification of, any information it receives. Confidentiality rules and internal rules restrict the exchange of information between different parts of SpareBank 1 Markets and this may prevent employees of SpareBank 1 Markets who are preparing the Note from utilizing or being aware of information available in SpareBank 1 Markets which may be relevant to the recipients of the Note.
- This Document may not be taken, transmitted or distributed directly or indirectly into the United States, Canada, Australia or Japan.