



## Markaðspunktur í dag:

- Færeysku félögin í Kauphöllinni

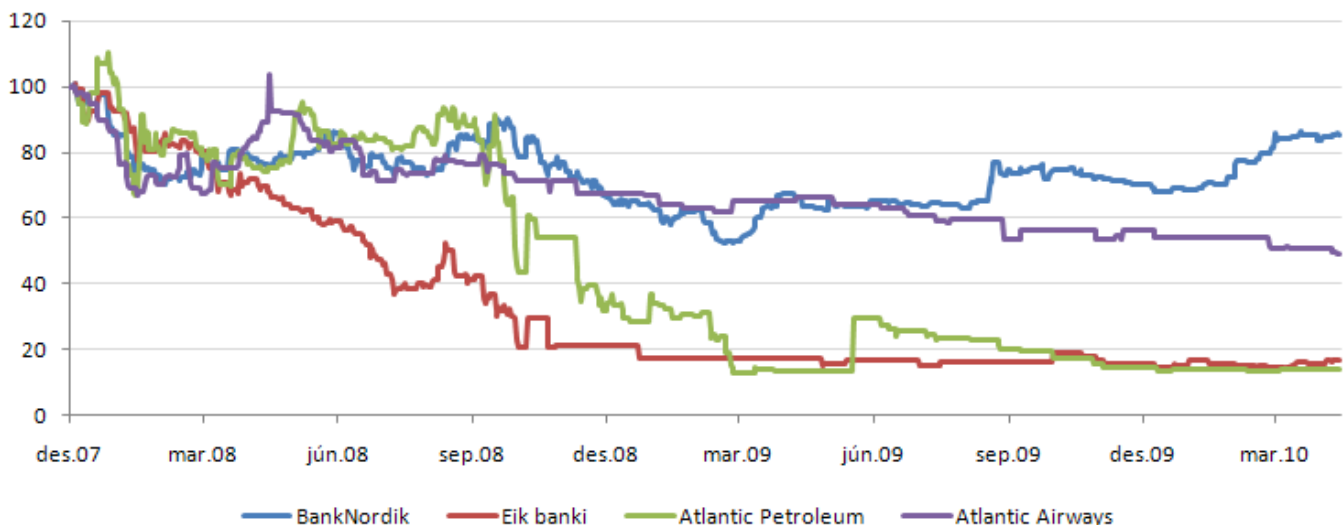
## Færeysku félögin í Kauphöllinni

Í dag eru fjögur færeysk félög skráð í íslensku Kauphöllina, þrjú af þessum fjórum félögum eru í íslensku kauphallarvísitölunni OMXI-6, þ.e. öll nema Eik banki. Samanlagt markaðsvirði bréfa félaganna þriggja sem eru hluti af vísitölunni er um **50 ma.kr. eða nálægt fjórðungi af heildarvirði hlutabréfa í vísitölunni.**

Markaðsvirði félaga í OMXI6 (ma.kr.)	
Össur	87,1
Marel	68,0
BankNordik	38,0
Atlantic Petroleum	9,8
Icelandair	3,1
Atlantic Airways	3,0

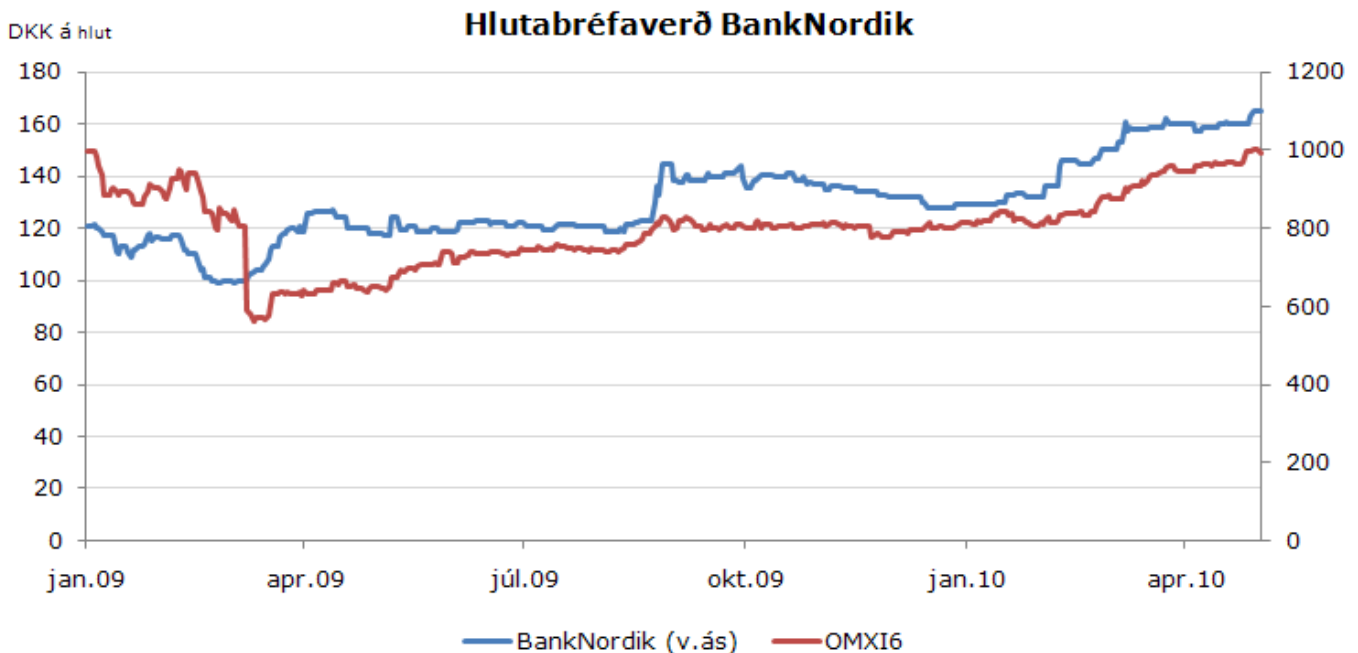
Atlantic Petroleum reið á vaðið með skráningu árið 2005 og hin þrjú fylgdu í kjölfarið árið 2007. Félögin fjögur eru öll skráð tvíhliða, þ.e. á markaði hérna heima og svo einnig í kauphöllina í Danmörku. Færeysku félögin í íslensku Kauphöllinni eru undanþegin gjaldeyrishöftunum en skilaskylda er á söluandvirði þeirra.

## Samanburður á þróun hlutabréfaverðs færeysku félaganna



## BankNordik

**BNORDIK IR.** Føroya Banki eða BankNordik eins og hann kallast í dag var skráður í íslensku kauphöllina árið 2007. Bankinn hefur siglt fremur lygnan sjó m.v. ýmsa aðra í því ölduróti sem hefur einkennt fjármálamarkaði undanfarin misseri en skiptir þar mestu fremur íhaldssamur rekstur bankans. Þannig voru t.d. vaxtatekjur um 80% af heildartekjum bankans árið 2009. BankNordik er þriðja stærsta félagið í OMXI-6 með markaðsvirði upp á um 38 ma.kr.



Í febrúar síðastliðnum keypti bankinn 12 útibú af Sparbank, 3 í Grænlandi og 9 í Danmörku. Við þau kaup stækkaði efnahagsreikningur bankans um 50% og er áætlað að CAD-hlutfallið hafi lækkað úr 26% í um 15% við kaupin en líklegt er að bankinn vilji ekki fara mikið undir það gildi. Moody's hefur gefið það út að bankinn muni hugsanlega verða færður niður í lánshæfiseinkunn í kjölfar kaupanna á útibúunum.

**Vaxtamunur** bankans hefur verið hár undanfarin ár, en ekki er ólíklegt að hann muni lækka eitthvað við kaupin á dönsku útibúunum þar sem samkeppni er væntanlega meiri þar í landi og má ætla að norrænir bankar einbeiti sér meira að heimamörkuðum sínum á næstunni.

Vaxtamunur BankNordik	2009	2008
Nettó vaxtatekjur/útlán til viðskiptavina	5,9%	4,3%
Nettó vaxtatekjur/heildareignir	4,0%	3,3%

**Arðgreiðslur.** Stefna bankans er að greiða út arð sem nemur ekki minna en 30% af hagnaði eftir skatta skv. rekstrareikningi, að gefnu samþykki stjórnar. Nýlega seldi bankinn hlut sinn í Bakkafrost sem er laxeldisstöð, hagnaðurinn af þeirri sölu (Bakkafrost var skráð á markað í Noregi) nam um 8,7 mö.kr. Eftir sölu er V/I hlutfall (Price to book) bankans 0,80 samanborið við 0,98 hjá viðlíka bönkum. Sé gert ráð fyrir að V/I hlutfall bankans ætti að vera nær einum gæti bankinn borgað út um DKK 40 á hlut í arð úr sjóðum sínum. Ef markaðurinn er hins vegar búinn að taka tillit til væntanlegra arðgreiðslna og álitur einfaldlega að V/I eigi að vera 0,80 myndi hlutabréfaverð bankans lækka því sem næmi arðgreiðslunni og hlutfallið yrði því óbreytt. Arðgreiðsla upp á DKK 40 á hlut sem kostar í dag DKK 165 gæfi ávöxtun upp á um 24%.

Þar sem bankinn er þáttakandi í danska „bankapakkanum“ (Credit Package I) er honum ekki heimilt að greiða út neinn arð fyrr en 1 október 2010. Ennfremur er bankanum ekki heimilt að greiða út arð nema af hagnaði fyrr en ríkisábyrgð á 11,5 ma.kr skuldabréfaflokki rennur út þann 30 nóvember 2012. Loks má bankinn ekki greiða arð nema af hagnaði fyrr en hann hefur greitt til baka innspýtingu frá danska

ríkinu að upphæð 4,7 ma.kr. sem ber engan gjalddaga.

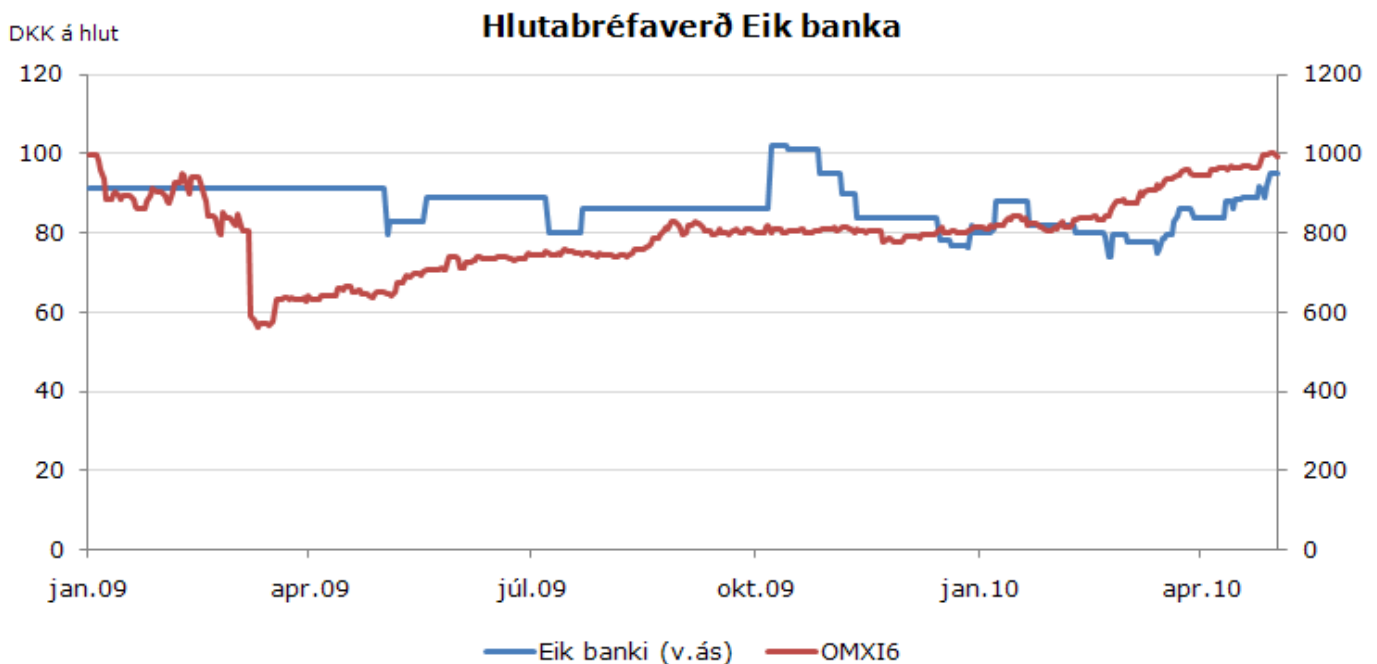
Bankinn spáir um 3,5 ma.kr. hagnaði á þessu ári – þegar horft er framhjá endurmati eigna og kostnaði vegna danska bankapakkans. Sé gert ráð fyrir svipuðum kostnaði við bankapakkann og á seinasta ári og endurmat eigna hunsað til einföldunar, þá gæti bankinn - að viðbættum söluhagnaði af Bakkafröst - greitt út um 41 krónur danskar á hlut í arð á næsta ári. Við þetta bætast þær upphæðir sem bankinn var áður búinn að eyrnamerkja vegna ársins 2008 og 2009 í arðgreiðslur, samtals um 2 ma.kr. Þannig gætu arðgreiðslur á árinu 2011 numið um 50 dönskum krónum á hvern hlut. Hins vegar hefur bankinn ekkert frekar gefið upp um hugsanlegar arðgreiðslur í náinni framtíð og ekki heldur hvort hluthafar munu njóta góðs af söluhagnaði af Bakkafröst í formi arðgreiðslna. Einnig hlýtur bankinn að horfa til eiginfjárstöðu sinnar (inn í útreikningnum á CAD-hlutfallinu er innspýtingin frá danska ríkinu) og ekki er tekið tillit til endur mats eigna í þessum útreikningi hér að ofan.

Engu að síður er BankNordik áhugaverður kostur sé litið til arðgreiðslna. Ef við áætlum t.d. gróflega að hagnaður bankans verði um 4,5 mö.kr. (DKK 20 hagnaður á hlut) árlega næstu árin mætti búast við að minnsta kosti 6 krónum dönskum á hlut í arðgreiðslur sé miðað við stefnu bankans um að a.m.k. 30% arð af hagnaði eftir skatta. A/V hlutfallið (e. Dividend yield) væri því árlega um 3-4% m.v. núverandi hlutabréfaverð bankans sem telst gott utan landsteinana.

## Eik banki

**EIK IR.** Eik banki hefur farið tiltölulega illa út úr efnahagslægðinni og skiptir þar mestu afskriftir lána vegna slægrar stöðu á fasteignamarkaði í Danmörku, en bankinn afskrifaði um 7,5 ma.kr. í Danmörku á árinu 2009 og má að mestu skrifa það á lán til fasteignafélaga (atvinnuhúsnæði) þar í landi. Heildarafskriftir bankans voru um 12 ma.kr. á árinu 2009 samanborið við um 14 ma.kr. árið á undan. Afskriftir ársins 2009 námu um 3% af útlánasafni bankans.

Bankinn er með meira en 50% markaðshlutdeild í Færeyjum og á þar að auki stærsta netbankann í Danmörku sem hann bindur miklar vonir við. Markaðsvirði bankans í íslensku Kauphöllinni er um 17 ma.kr.



Eins og ráða má af myndinni af hlutabréfaverði Eik banka hér að ofan hafa liðið dagar, vikur og jafnvel mánuðir þar sem engin viðskipti hafa átt sér stað með bréf bankans. Nú nýverið hefur verðið hreyfst meira en viðskiptavakt með bréf bankans hófst einmitt í lok árs 2009 og ætti því seljanleiki með bréf bankans að vera meiri en áður.

Tap bankans nam um 7 mö.kr. á seinasta ári samanborið við tap upp á 9,2 ma.kr. árið 2008. Vaxtamunur bankans (nettó vaxtatekjur/útlán til viðskiptavina) var um 3,4% á árinu 2009 og breyttist lítið milli ára.

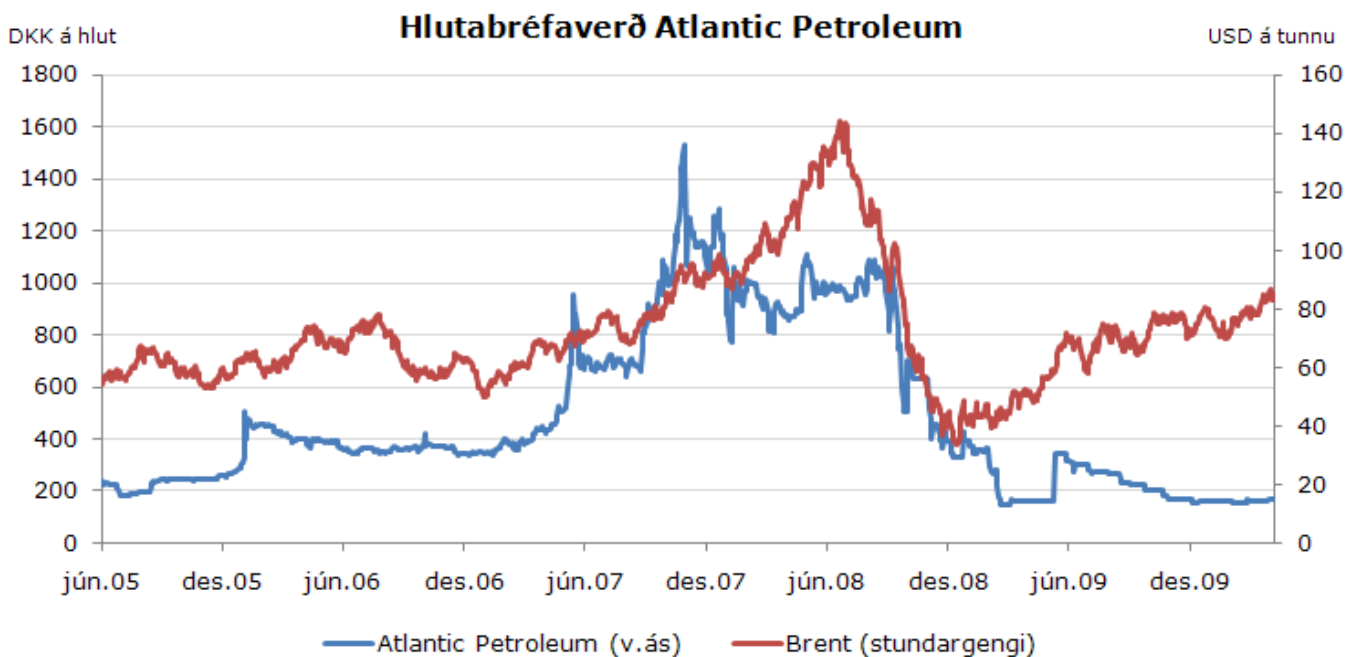
Vaxtamunur Eik banka		
	2009	2008
Nettó vaxtatekjur/útlán til viðskiptavina	3,4%	3,3%
Nettó vaxtatekjur/heildareignir	2,4%	2,4%

V/I hlutfall bankans er um 0,6 um þessar mundir. Miðað við hlutfallið má ætla að markaðurinn búist við frekari afskriftum. Enda má segja að hlutafé bankans sé verðlagt helmingi lægra á markaði en bókfært virði þess segir til um. Stjórnendur bankans vona að fasteignamarkaðurinn í Danmörku sé búinn að ná botni en engu að síður búast þeir við háum afskriftum á þessu ári, þó lægri en árið á undan.

## Atlantic Petroleum

**ATLA IR.** Atlantic Petroleum var skráð á íslenskan markað árið 2005 og síðar í kauphöllina í Kaupmannahöfn haustið 2006. Lítil yfirbygging er hjá félaginu en einungis 8 starfsmenn eru þar í fullu starfi og reiðir félagið sig því töluvert á utanaðkomandi sérfræðiaðstoð. Stefna félagsins er að taka þátt í samstarfsverkefnum og eiga um 10-15% hlut í þeim. Er þetta hugsað sem áhættudreifing, eiga þannig ekki allt undir einu verkefni heldur lítinn hlut í fleiri verkefnum.

Ekki er svo langt síðan félagið hóf vinnslu á olíu en það var seinni hluta árs 2008. Nú er vinnsla á tveimur svæðum sem Atlantic Petroleum er aðili að, eða Chestnut og Ettrick. Vinnslan nemur um 2.500-3.000 tunnum á dag og er áætlað að heildarvinnslan verði 790.000 tonnur á árinu 2010. Líftími þessara svæða er áætlaður 3-4 ár og því ljóst að félagið verður að reiða sig á frekari uppgötvanir, eða kaupa sig inn í verkefni þar sem vinnsla er tryggð, ætli það að viðhalda markmiði sínu um vinnslu á 4-5.000 tunnum á dag á næstu árum. Áætlað er að hefja vinnslu á tveimur svæðum í árslok 2011 og svo árið 2012 þar sem unnar væru um 1.100-1.200 tonnur á dag. Aðgengilegar olíulindir félagsins eru í dag áætlaðar um 3,4 milljónir tunna (Boe) sem dugir til að uppfylla daglega 4-5000 tunnu markmiðið í rétt rúm 2 ár. Að auki eru um 5 milljónir hugsanlega nýtanlegar eða sem gæti uppfyllt framleiðslumarkmið félagsins í allt að 3 ár til viðbótar.

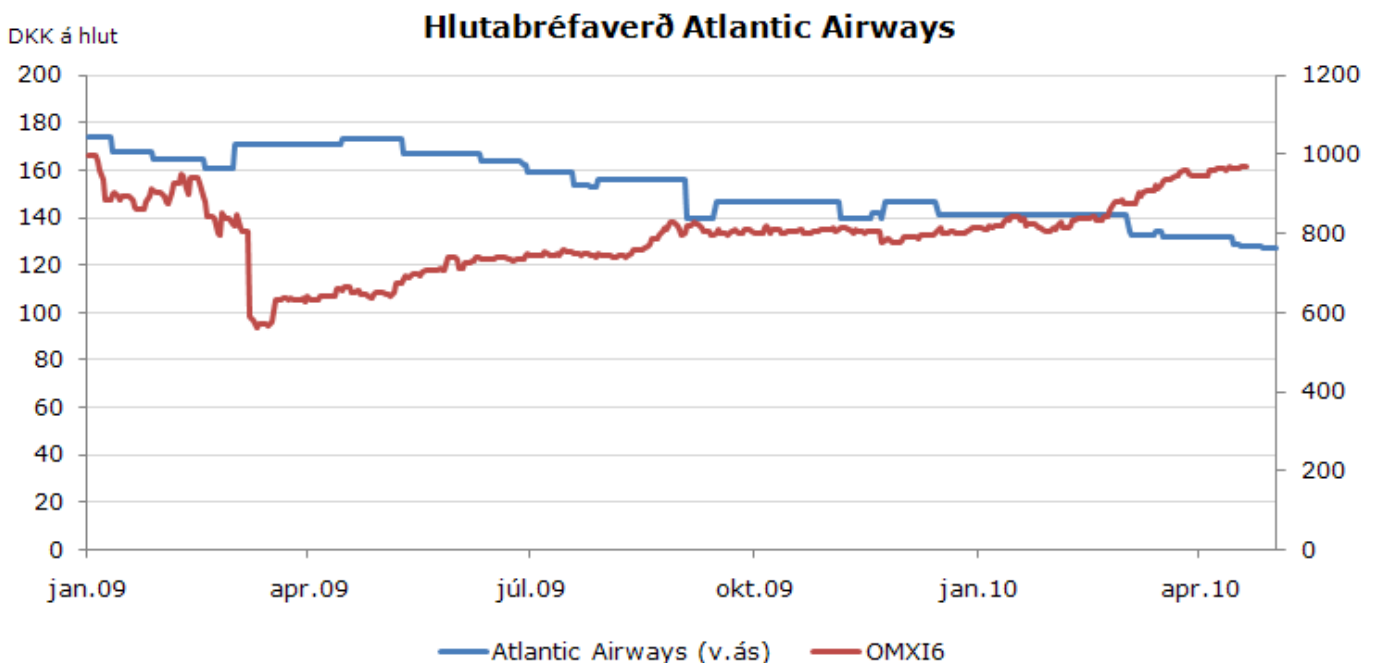


Hlutabréfaverð Atlantic Petroleum reis hátt seinni hluta árs 2007 en hefur fallið um 90% síðan þá og stendur í um 162 dönskum krónum á hlut. Stefna félagsins er að greiða ekki út arð, heldur eiga eigendur félagsins að fá sitt með hækkandi hlutabréfaverði. Fræðilega ætti hlutabréfaverð olíuleitunarfyrirtækja m.a. að fylgja olíuverði en annað getur þó haft áhrif, eins og til dæmis fjárhagsleg heilsa félagsins. Fyrir rúmu ári síðan var einmitt mikil óvissa um fjárhagslega heilsu Atlantic Petroleum þar sem skammtímaskuldir félagsins voru töluverðar. Félagið náði hins vegar að að framlengja um 4,5 ma.kr. skammtímaláni til 5 ára og lítur endurgreiðsluferillinn því betur út en áður. Ennfremur hafa skuldir félagsins lækkað úr 11 mö.kr. (2008) í um 6 ma.kr. og er það einna helst vegna hlutafjárútboðs félagsins í október síðastliðnum (4,3 ma.kr. söfnuðust). Á síðasta ári var olíuverð mjög flöktandi og fór lægst í USD 39,5 á tunnu en vinnslukostnaðurinn við hverja tunnu er um USD 30 hjá Atlantic Petroleum. Síðan verðið á olíu náði lægstu hæðum í febrúar fyrir ári síðan hefur það hækkað jafnt og þétt og stendur í um USD 87 á tunnu þegar þetta er skrifað.

## Atlantic Airways

**FOAIR IR.** Atlantic Airways er minnst færeysku félaganna í Kauphöll Íslands en markaðsvirði félagsins nemur um 3 mö.kr. Félagið byggir á tiltölulega traustum rekstri og sem dæmi þar um hefur fyrirtækið verið rekið með hagnaði sl. 15 ár ef undanskilið er árið 2009. Þó félagið sé einrátt á færeyska flugmarkaðnum um þessar mundir eru e.t.v. takmarkaðir vaxtamöguleikar fyrir hendi.

Það sem er félaginu einna mest til trafala er lítið flot á bréfunum en Atlantic Airways er í 67% eigu ríkisins - því er ekki víst að arðsemissjónarmið ráða alltaf för í ákvörðunartöku fyrirtækisins. Í þessu samhengi ber að nefna að færeyska ríkið setur hámark á flugmiðaverð og það hefur lítið breyst undanfarin ár. Ekki er hægt að útiloka frekari afskipti yfirvalda, t.d. ef fyrirtækið tæki upp á því að skila ríflegum hagnaði. Flugvallaskattar og önnur tengd gjöld eru með þeim hætti í Evrópu og kvarta stjórnendur félagsins sáran yfir auknum álögum af hálfu ríkisins á rekstur félagsins.



EBITDA framlegð félagsins var um 11% fyrir árið 2009 samanborið við um 16% árið áður. Munar þar mestu um minni sölutekjur en þær lækkuðu um 27% milli ára. Félagið náði hinsvegar að lækka kostnað sinn um rúm 20% milli ára og var starfsmönnum fækkað um 40%. Félagið er með mjög litla viðskiptavild í sínum bókum og er einnig lítið skuldsett. Þannig er eiginfjárhlutfall félagsins um 54% og nettó vaxtaberandi skuldir um 1,27 sinnum EBITDA félagsins á seinasta ári.

## Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6964
Þórhallur Ásbjörnsson	thorhallur.asbjornsson@arionbanki.is	444-6967

Ábyrgðarmaður: Ásgeir Jónsson

### Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og ófugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankþjónustu.

**Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is**