



STOCKPICKER

Nr 29 | 13 mars 2023

FOREIGN AFFAIRS

Madison Square Garden Sports

SLAM DUNK TILL PORTFÖLJEN?

Siili Solutions

STABIL FINSK IT-LEVERANTÖR

Scandinavian Medical Solutions

EN URLADDNING SOM HETER DUGA

McDonald's

TEKNISK ANALYS

Referensportfölj

ÖKAR I NEKKAR & AOJ

Aktuellt

SILICON VALLEY BANK I FOKUS

Foreign Affairs 29 | Silicon Valley bank i fokus

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

Den intensiva rapportperioden är nu förbi och de senaste veckorna har präglats av en "varannan dags börs" där vi fått se rörelser både upp och ned. Nasdaq 100, tyska DAX och S&P 500 står för tillfället något lägre än för två veckor sedan då vi publicerade vinnarnumret.

Makrohändelser

Som de flesta vet vi det här laget kretsar det mesta kring inflation, centralbanker och räntebanor. Under de senaste två veckorna fick vi bland annat ta del av inflationsdata från Tyskland och Eurozonen, som kom in på 8,7 respektive 8,5 % i årstakt (väntat 8,7 % och 8,2 %). Inflationstakten är överlag på avtagande, men är fortsatt på en påtagligt hög nivå och det finns, med all rätt, en viss oro för att det kommer att bli svårt att få bukt på den. I Eurozonen var till exempel kärninflationen 5,6 % i februari (i årstakt), jämfört med 5,3 % i januari.

Silicon Valley Bank (SVB)

Allt ovan hamnade dock i skymundan i slutet av förra veckan då de amerikanska bankerna föll hejdlöst under

torsdagen och stängde som grupp på ca -8 %. Det här var en av de större nedgångarna vi sett i sektorn under senare år och många var förstas snabba med att dra liknelser till Lehman-kraschen 2008.

Det som triggade nedgången var nämligen Silicon Valley Bank (SVB), som kanske mest är kända för att vara en stor finansiär av start-up bolag i USA. Bolaget hade sålt av sina mest likvida tillgångar, lånat upp 15 miljarder samt sålt egna aktier för att få in mer kapital. Det här fick aktien att rasa med över 60 % i torsdags och raset fortsatte även dagen därpå. SVB är ingen liten bank, utan hade tillgångar på över 200 miljarder vid periodslut den sista december i fjol. På grund av rädsla för att SVB skulle gå omkull, började alla kunder flytta sina medel bort från banken och under paniken i torsdags lyftes 42 miljarder (!) USD. En klassisk bank-run, alltså, som dessutom gick oerhört snabbt på grund av digitala tillvägagångssätt att få ut sina pengar.

När SVB var på knä, och oerhört många bolag riskerade att förlora sina insättningar,

ser det nu ut som FED träder fram som räddare i nöden; samtliga kunder kommer att ersättas till 100 %. Det är förvisso goda nyheter för många, men få hade nog anat att det återigen är en bank som får stora problem först. Frågan är om det blir följd effekter och ifall det här sätter stopp för FED's snabba räntehöjningspolitik för den här gången?

Värt att nämna är att de europeiska bankerna, som fortsatt gå starkt i år, nu har slått sina amerikanska peers med över 50% de senaste 3-4 månaderna.

Foreign Affairs #29

I dagens nummer av Foreign Affairs kan ni läsa om Madison Square Garden Sports, som bland annat äger idrottslagen New York Rangers och Knicks, finska IT-konsultbolaget Siili Solutions och danska First North-bolaget Scandinavian Medical Solutions. Därpå ser vi på McDonald's ur ett tekniskt perspektiv samt genomför mindre förändringar i referensportföljen.

Vi hörs igen om två veckor! ■

Disclaimer

Syftet med materialet i Stockpicker Foreign Affairs är att ge allmän information och materialet kan inte utgöra underlag för investeringsbeslut. Vi anser att de källor och bearbetningsmetoder som använts är tillförlitliga.

Vi påtar oss inget ansvar för eventuella brister i källmaterialet eller i tillförlitligheten i det publicerade materialet, varken i dess helhet eller i delar därav (såsom prognoser etcetera). Stockpicker AB svarar inte för eventuella förluster uppkomna genom investeringsbeslut baserade på information i Stockpicker Foreign Affairs eller andra åtgärder grundade därpå.

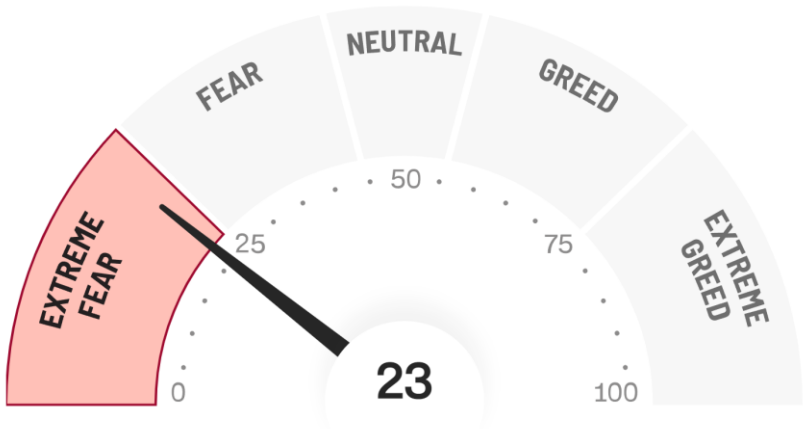
Stockpicker står inte under finansinspektionens tillsyn och ger inga investeringsrekommendationer. Vissa delar av Foreign Affairs kan innehålla annonser eller sponsrad information.



Axel Stenman | Equity Research & Management



MSCI World Index USD 2023-03-13 USD (källa: markets.businessinsider.com/index/msci-world)



Fear & Greed Index 2022-03-13 (källa: CNN Business)

INDEX		6M %
OMXS30	OMX Stockholm 30 Index	11,0
OBX	OBX Total Return Index	-0,5
OMXH25	OMX Helsinki 25	2,3
OMXC20	OMX Copenhagen 20	12,1
OMXN40	OMX Nordic 40	6,6
DAX	Frankfurt DAX Index	15,1
SXXP	STOXX Europe 600 (Price EUR)	6,1
N225	NIKKEI 225 INDEX	-2,9
DJI	Dow Jones Industrial Average	-1,5
NDX	NASDAQ-100	-7,1
SP500	S&P 500	-6,1
HSI	Hang Seng Index	1,7
RTSI	Moscow RTS Index	-26,4

Hämtad 2022-03-13

VALUTA		6M %
USDSEK	US Dollar / Swedish Krona	1,2
EURSEK	Euro / Swedish Krona	7,1
JPYSEK	Japanese Yen / Swedish Krona	7,5
NOKSEK	Norwegian Krone / Swedish Krona	-5,3
DKKSEK	Danish Krone / Swedish Krona	6,8
CNYSEK	Chinese Yuan / Swedish Krona	1,8
CADSEK	Canadian Dollar / Swedish Krona	-4,3

Hämtad 2022-03-13



Madison Square Garden

Slam Dunk till portföljen?

KÖP | MSGS | NYSE USA | 187,11 USD

+	Styrkor	⚠	Risker	↗	Möjligheter
✳	Äger två av de mest värdefulla idrottslagen i USA	✳	Avtagande globalt intresse för basket och ishockey, vilket får ses som relativt osannolikt	✳	Sum-of-the-parts värdering indikerar stor uppsida
✳	Lönsam och stabil finansiell situation			✳	Kommande mediekontrakt lär sannolikt öka intäkterna

Köp ett NBA-lag och få ett NHL-lag på köpet. Ett erbjudande som låter för bra för att vara sant är faktiskt just det: sant. Faktumet är att man till och med för tillfället kan köpa NBA-laget till en lägre prislapp än vad det är värt.

Lagen i fråga är New York Knicks och New York Rangers, som båda ingår i holdingbolaget Madison Square Garden Sports Corporation (MSGs). Förutom Knicks och Rangers, äger MSGS även utvecklingslagen Westchester Knicks (NBAGL) och Hartford Wolf Pack (AHL), samt e-sportorganisationen Counter Logic Gaming.

Guldkorset är dock onekligen New York Knicks, som är en av de ursprungliga franchise i NBA. Genom åren har Knicks varit åtta gånger i NBA-finalen och vunnit två NBA-mästerskap. Bland annat tack vare stadens attraktion har laget en stor och passionerad fanbas som sträcker sig över en bred demografisk mix.

Även New York Rangers är en anrik franchise och hockeyklubben är en av NHL:s "Original Six". Till skillnad från Knicks har Rangers även de senaste åren skördat framgångar och under säsongen 2021/22 vann laget 52 matcher under grund-

serien, vilket var det näst bästa resultatet i franchisehistorien. Dessutom nådde man Eastern Conference Finals för första gången sedan 2015.

Det ansedda amerikanska affärsmagasinet Forbes publicerar varje år en lista över de mest värdefulla amerikanska idrottslagen. I den senaste utgåvan rankas New York Knicks på andra plats bland alla 30 NBA-lag, med ett uppskattat värde på 6,1 miljarder USD. Bara fjolårets mästare, Golden State Warriors, anses vara värt mer (7 miljarder USD). Enligt Forbes har värdet på New York Knicks ökat med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) på 18% sedan 2014, inte minst tack vare stadigt stigande intäkter från reklam och TV-rättigheter.

Generellt tjänar MSGS sina pengar genom intäkter såsom biljettförsäljning, mat & dryck, reklam och framförallt TV-licenser. Tidigare ingick även arenan Madison Square Garden i koncernen, men idag ägs den av ett separat bolag, Madison Square Garden Entertainment (MSGE). MSGS har ett exklusivt avtal med MSGE och betalar hyra. Både Knicks och Rangers spelar nästan alltid inför fullsatta läktare, vilket ger stadiga

biljettintäkter och höjer intresset från potentiella reklampartner.

Under det första halvåret i det brutna räkenskapsåret 2022/23 (juli – december) omsatte bolaget 378 MUSD, vilket var 23 % mer än under samma period året innan. Det justerade rörelseresultatet ökade samtidigt med 79 % till 49,4 MUSD, vilket innebar en marginal på 13,1 %. Vid slutet av december hade bolaget likvida medel på 45 MUSD och långfristiga skulder på 405 MUSD på balansräkningen.

Forbes sammanställer även en lista över de mest värdefulla lagen i NHL och den toppar faktiskt New York Rangers. Med ett uppskattat värde på 2,2 miljarder USD ligger Rangers på rankingen före Toronto Maple Leafs (2,0 miljarder USD) och Montreal Canadiens (1,85 miljarder USD). Även här är trenden positiv med en värdeökning på 11% (CAGR) sedan 2013.

Enligt Forbes beräkningar uppgår alltså värdet av New York Knicks och New York Rangers tillsammans till 8,3 miljarder USD. Det kan jämföras med nuvarande företagsvärde, dvs börsvärdet plus nettoskulden, på ca. 4,9 miljarder USD. Rabatten är med andra ord över 40%.

Framförallt tack vare det växande globala intresset för NBA ser framtiden ljus ut. Betydande uppsida finns inte minst i TV-kontrakten. År 2015 ingick Knicks och Rangers ett 20-års avtal angående lokala medielicenser med MSG Networks. Avtalet garanterar MSGS betydande återkommande intäktsströmmar. Utöver det får bolaget en pro-rata andel av avgifterna från NBA:s och NHL:s respektive nationella medielicensavtal. För NHL:s del löper avtalet i USA till och med säsongen 2027/28 och i Kanada till och med 2025/26.

NBA befinner sig i mitten av ett mediekontrakt som löper till och med slutet av säsongen 2024/25. Ligan får just nu omkring 2,7 miljarder USD per år, vilket motsvarar cirka 89 MUSD per lag. Det är tre gånger så mycket som under förra avtalet och vissa experter tror att det kommande avtalet kommer bli minst dubbelt så mycket värt som det nuvarande.

Redan idag är NBA bland de mest lönsamma idrottsligorna i världen och värdet på dess franchise har stigit markant de senaste åren. I den senaste försäljningen gick miljardären Mat Ishbia förra året med på att köpa mer än 50% av Phoenix Suns i en rekordaffär som värderade klubben till 4 miljarder USD. Forbes rankar Phoenix Suns på plats 13 bland alla NBA-lag med ett värde på 2,7 miljarder USD. Affären gjordes alltså till en saftig premie.

Möjligheten till NBA-ägarande

blev möjligt efter att ligans styrelse godkände en regeländring som tillåter statliga investeringsfonder att köpa upp till 20% av varje lag. Tidigare kunde sådana fonder bara göra det genom indirekt exponering. Alla sådana investeringar är dock föremål för granskning av ligan och godkännande av NBA:s styrelse.

Bloomberg rapporterade för några veckor sedan att två av världens rikaste statliga investeringsfonder visat intresse för att köpa minoritetsandelar i NBA-lag, det senaste exemplet på hur oljepengar från Persiska Golfen letar sig till global sport. Inom fotbollsvärlden har oljepengar redan länge drivit upp prislappen på klubbar och spelare, inte alltid dock med framgång på spelvärdet vilket exemplet Paris Saint-Germain visar.

Enligt Bloomberg ska både Abu Dhabi Mubadala Investment Co. och Qatar Investment Authority ha uttryckt sitt intresse för ett NBA-ägarande och letar aktivt efter en möjlig matchning. Som ett alternativ nämns just New York Knicks, bland annat på grund av att private equity aktören Silver Lake Management är minoritetsägare i MSGS och har starka band till Abu Dhabi som redan är co-investerare i Premier League klubben Manchester City.

Varför handlas MSGS idag då till en sådan stor rabatt? Svaret hittar vi i alla fall delvis i ägarstrukturen. Sedan 1999 kontrolleras bolaget av

James Dolan, som även agerar som styrelseordförande. Dolan sitter på över 70% rösterna i MSGS, vilket innebär att ingen affär kommer genomföras utan hans välsignelse. Historiskt har Dolan inte visat något större intresse i att prata om strukturaffärer, men i början av februari meddelade MSGS emellertid att man är öppna för att sälja minoritetsandelar i både Knicks och/eller Rangers.

Dolan har dessutom redan i höstas börjat bli mer aktieägarevänlig då MSGS annonserade en extraordinär utdelning på 7 USD per aktie. Samtidigt påbörjades ett aktieåterköpsprogram på totalt 75 MUSD. Det finns alltså fler och fler tecken att även Dolan vill få upp värdet på bolaget. En försäljning av en minoritetsandel i antingen Knicks eller Rangers framstår som det naturliga steget.

Fundamentalt bör aktien i alla fall vara värd det dubbla jämfört med dagens kurs. Företagsvärdet hade då varit cirka 9,5 miljarder USD, drygt 10% mer än nuvarande värdet av Knicks och Rangers tillsammans. Som en liten påminnelse: Phoenix Suns värderades i den senaste transaktionen till ett premium på nästan 50% jämfört med Forbes värdering. MSGS framstår som klart köpvärd i dagsläget, inte bara för idrottsfantasten. ■

Sebastian Lang
Sebastian@stockpicker.se

Siili Solutions

Stabil finsk IT-leverantör

KÖP | SIILI | FINLAND | 16,15 EUR

+	Styrkor	⚠	Risker	↗	Möjligheter
✳	Etablerad IT-aktör i Finland	✳	Avtagande efterfrågan (i en svagare ekonomi)	✳	Tillväxten utanför Finland
✳	God tillväxt & avkastning sedan noteringen år 2012	✳	Hårdare konkurrensbild & dåliga förvärv	✳	Allt högre andel intäkter från offentliga sektorn

Det är inte direkt så att det råder brist på IT-leverantörer att välja mellan i Norden. I Sverige finns aktörer som KnowIT, Proact och eWork för att nämna några och i våra grannländer hittar man flera liknande aktörer.

Om bolaget

En IT-leverantör som under lång tid har presterat väl är finska Siili Solutions. Genom en kombination av organisk- och förvärvad tillväxt, har aktien stigit med närmare 550 % sedan noteringen 2012. Idag sysselsätter koncernen drygt 1000 personer och en klar majoritet av dessa sitter i Finland, där bolaget har sju kontor. Runt en tredjedel av personalstyrkan återfinns för tillfället i Polen och Ungern, vilket är ett resultat av tidigare förvärv.

Sedan noteringen år 2012 har Siili varit inblandad i ett dussin strukturaffärer och under samma tidsperiod har intäkterna ökat från 16, till 118 MEUR. Tidigare kom så gott som all omsättning från

finska kunder, men det här har ändrat under senare år och i det senaste kvartalet var 26,5% av intäkterna från utländska kunder. Utöver att Siili sökt sig utanför Finlands gränser, har man även uppnått ett börsvärde på över 130 MEUR. Det här betyder att bolaget befinner sig i lite av ett mellansegment, då det både finns klart större bolag (t.ex. Tietoenvy) samt otaliga mindre aktörer inom samma sektor.

Vårt att poängtera är att Siili endast utvecklar IT-produkter för sina kunders räkning. Med andra ord ligger fokus endast på att tillgodose kundernas behov genom att hyra ut sin kunniga arbetsstyrka. Siili erbjuder således inga egna produkter till sina kunder och i jämförelse med företag som utvecklar och säljer sina egna IT-produkter (t.ex. CRM- eller ERP-system) skalar affärsmodellen förstås klart sämre. Risknivån får dock beskrivas som låg, då det i nio av 10 fall handlar om uthyrning av resurser och man inte tar

någon projektrisk. Siili hyr dessutom flitigt in underleverantörer för olika projekt, vilket ger en viss flexibilitet ifall efterfrågan skulle avta. Av de totala kostnaderna i bolaget, går över en femtedel till underleverantörer.

Verksamhet & kunder

Av tabellen nedan framgår förenklat hur företaget är uppbyggt idag. Under det primära varumärket "Siili" levereras så kallade helhetslösningar till kunderna, medan fokus i Siili Auto ligger på att hjälpa aktörer inom fordonsindustrin med digital utveckling.

I Vala Group, som förvärvades år 2018, koncentrerar man sig på kvalitetssäkring och här har man bl.a. ett tätt samarbete med Qt Group, som vi skrivit om tidigare i Foreign Affairs. År 2021 förvärvades en majoritetspost i det ungerska bolaget Supercharge och så sent som i oktober ifjol införskaffades aktierna i finska Haallas. (forts.)

Koncernbolag	Ägande	Förvärvat	Huvudkontor
Siili One	100%	-	Finland
Haallas Finland	100%	2022	Finland
Vala Group	77%	2018 & 2021	Finland
Siili Auto	100%	-	Finland
Supercharge	55%	2021	Ungern

Källa: Stockpicker & Siili



Källa: Siili.com

I både VALA och Supercharge äger Siili majoritetsposter på 77 respektive 55 %. Då dessa bolag är fullt ut integrerade i balansen, och Siili har möjlighet att köpa resterande andelar där priset varierar utifrån bolagens prestationer, behöver man korrigera för detta i vissa fall för att få en rättvis bild av verksamheten. Skulden ökar nämligen ifall dotterbolagen presterar bra och vice versa, vilket påverkar resultatet.

Siili har lyckats etablera sig som en trovärdig och pålitlig aktör. Det här syns även i kundlistan, som bland annat består av banker, försäkringsbolag och diverse institutioner från offentliga sektorn. Den sistnämnda kategorin har Siili prioriterat högt på sistone och till exempel det senaste förvärvet (Haallas) var ett sätt att stärka sin position inom den offentliga sektorn i Finland.

2023 - 2026

Siili förväntar sig att omsätta 125 - 145 MEUR i år samt ett EBITA på 12 - 15,5 MEUR. Ett väldigt brett intervall alltså (tillväxt 6 - 22%), vilket förklaras av osäkra ekonomiska tider. För att uppnå lägre delen av det angivna spannet krävs förmodligen "bara" att man höjer priserna mot kund och bibehåller en faktureringsgrad i linje med 2022, medan det krävs betydligt mer än så för att uppnå övre delen av intervallet.

På lite längre sikt, år 2024 - 2026, strävar Siili efter en

årlig tillväxt (CAGR) på 20%, varav 10% organiskt, och en EBITA-marginal på 12%. År 2022 växte bolaget med 19%, varav 15% organiskt, medan EBITA-marginalen var 9,8%.

Värdering & Risker

Vi ser ingen anledning till att efterfrågan på IT-tjänster ska falla markant innevarande år. De senaste åren har största problemet för dessa bolag inte varit att hitta kunder, utan snarare att hålla kvar, och hitta nya, anställda. Det här ser dock ut att ha lättat lite på sistone, vilket bådär gott för sektorn. Vi bedömer att Siili fortsatt kan växa med drygt 10 % i år och bättra sin lönsamhet något. Det här resulterar i en EV/EBIT-multipel (just.) på knappa 10x, vilket är attraktivt för ett bolag som väntas växa relativt snabbt, har en stark finansiell position och har varit bra på att skapa aktieägarvärden historiskt.

Det ska dock konstateras att sektorn överlag värderas rätt lågt. Vad det beror på kan var och en själv fundera över, men en delorsak är säkert att det finns så oerhört många IT-konsultbolag och av dessa erbjuder majoriteten inga unika produkter i sig. Med andra ord en tråkig, men relativt stabil bransch.

I förhållande till nordiska noterade peers, är Siili nära branschsnittet både när det kommer till tillväxt som EBIT-marginal. Någon lysande stjärna kan Siili alltså inte beskrivas som. För den som

prioriterar hög tillväxt, finns det däremot gott om andra alternativ att kolla närmare på (t.ex. Gofore eller Digital Workforce). Detsamma gäller hög lönsamhet, där bland annat svenska Enea och danska Netcompany sticker ut med en nästan tre gånger högre EBITDA-marginal än Siili.

Den största risken är givetvis att efterfrågan avtar, då hela verksamheten bygger på att hålla en hög faktureringsgrad. Det känns dock betryggande att Siili flitigt använder sig av underleverantörer, vilket ger en viss flexibilitet ifall efterfrågan viker. De flesta projekt Siili tar sig an löper dessutom över flera år, så intäktvisibiliteten torde vara relativt god. IT-marknaden lär även växa på en god stund framöver, men det är inte omöjligt att marginalerna kan bli under press framgent. Lönsamheten har länge varit god och affärsmodellen är relativt simpel, vilket kan locka in nya aktörer på sikt. Siili har dock över 10 år på nacken och är redan en etablerad samt pålitlig större aktör i Finland. Det förändras inte över en natt och vi sätter därför riktkursen till 18,0 EUR på 12-månaders sikt. Uppsidan bedöms dock inte vara tillräckligt stor för att Siili ska ta plats i Top Picks. ■

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

McDonald's

Teknisk analys

MCD | NYSE | USA | 262,03 USD

* MCD, MCDONALD'S CORPORATION, D, 16:30-23:00 (999999 Bars Back)

Moving Average
Moving Average
Moving Average

Källa: eSignal

Under slutet av fjolåret tog köpare ett tydligt kommando i McDonald's. Aktien steg på kort tid från cirka 233 USD upp mot 280 USD. Under uppgångsfasen vände långa trenden uppåt efter en tid med svag trendutveckling.

Starka trendfaser övergår ofta i rätt långvariga konsolideringar i sidled, då marknaden ackumulerar de nya nivåerna. Detta är också precis vad vi fått se i McDonald's sedan november 2022. Konsolideringen som bildats visar tydligt vilka nivåer det lönar sig att hålla ett öga på.

Viktigaste stödområdet finns i höjd med cirka 261 USD. Här har aktien reagerat tidigare och nu finns dessutom långa trendindikatorn vid denna nivå. Vänder McDonald's här bör man ha god risk/reward i en affär. I ett längre perspektiv är det dock motståndet vid cirka 272 – 273 USD som är viktigast.

Skulle köpengagemanget öka så pass mycket att McDonald's etablerar sig ovanför den fallande motståndslinjen, bör nivåer upp mot 300 USD vara möjliga att nås på några månader sikt. Detta skulle samtidigt bekräfta den

positiva trenden. Kortsiktigt är det viktigaste dock att köparna försvarar stödområdet omkring 261 USD. Lyckas man med detta bör vi ha högre kurser att vänta i McDonald's. ■

Mats Ahlskog
mats@stockpicker.se

Scandinavian Medical Solutions

En urladdning som heter duga

NEUTRAL | SMSMED | DANMARK | 11,98 DKK

+ Styrkor	⚠ Risker	↗ Möjligheter
✳️ Sempel affärsmodell ✳️ Högt insynsägande ✳️ Lönsam tillväxt (under bolagets korta historik)	✳️ Inköpsproblem hämmar försäljningstillväxten ✳️ Dålig likviditet i aktien ✳️ Skalbarheten fortsatt något av ett frågetecken	✳️ Fortsatt bra momentum i försäljningen leder till upprevidering av guidance ✳️ Nya initiativen After Sales & Rental

Trogna Foreign Affairs-läsare är redan bekanta med det danska bolaget Scandinavian Medical Solutions. Vi valde att plocka bort aktien från Top Picks i december, efter att aktien uppnått riktkursen på 7,5 DKK som vi hade satt i början av året (då aktien stod i knappa 5,7 DKK). Trots en fin uppgång på 32 %, visade det sig snabbt att beslutet var förhastat och aktien fortsatte gå starkt. Efter att ha toppat på närmare 14,0 DKK i slutet av februari kom dock säljflöden in och aktien står nu i ca 12 danska kronor.

Kort om bolaget

SMSMED är specialiserade på försäljning av begagnad medicinsk utrustning och noterades så sent som i slutet av år 2021 på First North i Danmark. Produktsortimentet består av bl.a. CT- och MR-scannern samt ersättningsdelar. Utöver försäljning av begagnad utrustning, erbjuder det danska bolaget sedan i fjol även uthyrning av sina system.

Trots att systemen i sig kan uppfattas som avancerade, får affärsmodellen beskrivas som relativt simpel. I grund och botten handlar det nämligen om att köpa in utrustning som efterfrågas och sälja den till ett högre

pris. Däremot kräver prissättningen sakkunskap, vilket den verkställande direktören och storägaren Jens Krohn torde besitta med sin långa erfarenhet från sektorn.

Räkenskapsåret 2021/22

Föregående räkenskapsår var mer än lyckat för det First North-noterade bolaget. Efter att ha höjt sin guidance flera gånger under räkenskapsåret, landade omsättningen till slut på 110,5 MDKK för perioden oktober 2021 – september 2022. Även EBITDA blev något högre än ledningen initialt guidat för och uppgick till 15,4 MDKK under föregående räkenskapsår.

Med andra ord blev tillväxten (54%) långt bättre under det första året som noterat bolag än vi, ledningen eller aktiemarknaden förväntat sig. Det här föranledde att prognosen inför 2022/23 även höjdes avsevärt i förhållande till tidigare guidance.

Inför 2022/23

Efter 2021/22, var målsättningen att intäkter på 125 – 140 MNOK samt ett EBITDA på mellan 15 och 17 MDKK. Detta kan sättas i relation till den ambition man hade vid noteringen på 95 – 105 MDKK i omsättning. Det handlar

alltså om en rejäl uppjustering från ledningens sida och som inte det varit nog höjde man förra veckan sin guidance ytterligare en gång. Nu spår bolaget en nettoomsättning inom intervallet 140 och 155 MDKK samt ett EBITDA på 17 – 19 MDKK.

Nu senast höjde SMSMED visserligen även sin EBITDA-guidning, men det märks ändå tydligt att man är beredda att tumma lite på marginalerna för att snabba på försäljningstillväxten. Ett EBITDA på ca 18 MDKK, resulterar i en marginal på drygt 12 %, när ambitionen vid IPO var ca 15 %.

Orderingång

Sedan den sista september har orderarna rullat in i rask takt. Bolaget har som kutym att sända ut information när ordnarnas värde överstiger 2,0 MSEK. I tabellen på nästa sida framgår samtliga orderar som SMSMED har informerat om innevarande räkenskapsperiod. Visserligen framgår inga exakta belopp, och delar av orderingången realiseras under senare räkenskapsår, men slår man samman alla orderar, med mitten av intervallet som utgångspunkt, handlar det om över 40 MDKK. (forts.)

Detta under de inledande fem månaderna av räkenskapsåret 2022/23. Med hänsyn till det torde SMSMED ha goda förutsättningar att leva upp till den nya omsättningsprognosen ledningen angett. De nyare initiativen, After Sales Services & Parts samt Rental Solutions, ser ut att utvecklas i rätt riktning och man har redan erhållit gott om ordrar inom bägge delområden.

Värdering

Tyvärr syns de operativa framgångarna även i aktiekursen. Vinstprognosen har dock inte skruvats upp i samma takt som aktien och intäkterna, och SMSMED ser därför dyrare ut nu på många värderings-multiplar.

Om man utgår ifrån bolagets senaste guidance för räkenskapsåret 2022/23, handlas aktien idag till en EV/EBITDA-multipel på ca 14x. Det är betydligt högre än för ett drygt år sedan när vi valde att plocka in bolaget i Top Picks. Samtidigt har SMSMED inte bara hållit vad de lovat vid IPO:n, utan klarat av att överraska på uppsidan. Det är det inte många bolag som klarade av under 2022 på First North, så SMSMED har gjort sig förtjänt av den något högre värderingen. Dessutom har man bevisat, under sitt första dryga år som noterat bolag, att man klarar av att leverera och antagligen har allt fler småsparare fått upp ögonen för detta lilla danska bolag.

Även om vi tror att bolaget har goda förutsättningar att nå en tillväxt på över 30 % innevarande räkenskapsår, väljer vi i dagsläget att stå utanför. Främst för att aktien blivit dyrare i förhållande till förväntad vinst innevarande räkenskapsår och vi behöver lite tid att utvärdera affärsmodellen. På basen av den slagiga handeln i aktien, verkar fler än oss även ha vissa problem att prissätta aktien. Vi fortsätter dock att hålla SMSMED under radarn och lär återkomma till bolaget. Det bör poängteras att likviditeten i aktien är låg, vilket förstås ofta är fallet när det handlar om ett relativt litet bolag. ■

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

Datum	Produkt	Leveransland	Ordervärde
02-03-2023	Siemens MRI-scanner	USA	5,0-8,5 MDKK
23-02-2023	Siemens MRI-scanner	Sydeuropa	3,5-5,0 MDKK
21-02-2023	Långtidsuthyrning av modulär MRI-lösning	-	> 8,5 MDKK (under avtalets löptid)
09-02-2023	GE MRI-scanner	USA	2,0-3,5 MDKK
06-02-2023	Långtidsuthyrning av modulär MRI-lösning	-	2,0-3,5 MDKK (under avtalets löptid)
03-02-2023	Siemens MRI-scanner	USA	2,0-3,5 MDKK
01-02-2023	Mobila bilddiagnostiklösningar (3)	Europa	2,0-3,5 MDKK
15-12-2022	3-Tesla MRI-scanner	Centralasien	2,0-3,5 MDKK
05-12-2022	3-Tesla MRI-scanner	USA	2,0-3,5 MDKK
25-11-2022	After Sales & Parts	USA	2,0-3,5 MDKK
24-11-2022	Siemens Espree 1.5T MRI-scanner	USA	2,0-3,5 MDKK

Aktie	Industri	Börs	Inträde	Köpkurs	Aktuell kurs	Riktkurs	Potential	+/-	Analys
Nekkar Asa (XOSL:NKR)	Machinery, Equipment & Components	Oslo Bors Asa	2021-12-10	8,9 NOK	7,0 NOK	9,0 NOK	29 %	-22 %	SPFA 1
ENDOR AG (E2NG.MU)	Misc. Capital Goods	Munich Stock Exchange	2021-12-10	20,9 EUR	13,1 EUR	25,0 EUR	91 %	-37 %	SPFA 1
Tietoevry Oyj (XHEL:TIETO)	Software & IT Services	NASDAQ Helsinki	2022-01-07	25,4 EUR	29,1 EUR	32,0 EUR	10 %	15 %	SPFA 2
Matas A/S (XCSE:MATAS)	Specialty Retailers	Nasdaq Copenhagen	2022-01-07	122,5 DKK	80,8 DKK	100,0 DKK	24 %	-34 %	SPFA 2
Photocure ASA (XOSL:PHO)	Pharmaceuticals	Oslo Bors Asa	2022-01-07	95,9 NOK	70,0 NOK	140,0 NOK	100 %	-27 %	SPFA 2
CORSAIR GAMING, INC. (XNAS:CRSR)	Computers, Phones & Household Electronics	Nasdaq Stock Market	2022-03-04	21,7 USD	16,3 USD	25,0 USD	53 %	-25 %	SPFA 6
Brdr. A & O Johansen (CPH: AOJ B)*	Industrial Suppliers	Mid Cap Copenhagen	2022-03-04	101,0 DKK	85,6 DKK	135,0 DKK	58 %	-15 %	SPFA 6
ALPHABET INC. (XNAS:GOOGL)	Software & IT Services	Nasdaq Stock Market	2022-03-18	136,0 USD	90,6 USD	135,0 USD	49 %	-33 %	SPFA 7
EXPEDIA GROUP, INC. (XNAS:EXPE)	Hotels & Entertainment Services	Nasdaq Stock Market	2022-04-22	181,7 USD	98,3 USD	175,0 USD	78 %	-46 %	SPFA 9
DoubleDown Interactive Co., Ltd. (XNAS:DDI)	Hotels & Entertainment Services	Nasdaq Stock Market	2022-05-20	10,4 USD	8,5 USD	13,0 USD	53 %	-18 %	SPFA 11
NIKE, INC. (XNYS:NKE)	Textiles & Apparel	New York Stock Exchange	2022-08-19	112,5 USD	117,5 USD	135,0 USD	15 %	4 %	SPFA 15
Hellofresh SE (XFRA:HFG)	Food & Drug Retailing	Deutsche Boerse AG	2022-09-02	23,4 EUR	18,1 EUR	30,0 EUR	66 %	-23 %	SPFA 16
Volkswagen AG (XFRA:VOW3)	Automobiles & Auto Parts	Deutsche Boerse AG	2022-09-16	126,4 EUR	134,2 EUR	190,0 EUR	42 %	6 %	SPFA 17
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd. (XNYS:TSM)	Semiconductors & Semiconductor Equipment	New York Stock Exchange	2022-11-25	80,95 USD	87,2 USD	100,0 USD	15 %	8 %	SPFA 22
Hawesko Holding SE (XFRA:HAW)	Retail	Deutsche Boerse AG	2022-11-25	39,90 EUR	43,5 EUR	50,0 EUR	15 %	9 %	SPFA 22
THE HOME DEPOT, INC. (XNYS:HD)	Specialty Retailers	New York Stock Exchange	2022-12-10	320,5 USD	286,3 USD	390,0 USD	36 %	-11 %	SPFA 23
PETCO HEALTH AND WELLNESS COMPANY, INC. (XNAS:WOOF)	Specialty Retailers	Nasdaq Stock Market	2023-01-06	9,9 USD	10,1 USD	13,0 USD	29 %	2 %	SPFA 24
Nokian Tyres plc (XHEL:TYRES)	Automobiles & Auto Parts	NASDAQ Helsinki	2023-01-20	11,0 EUR	7,7 EUR	13,0 EUR	68 %	-30 %	SPFA 25
MADISON SQUARE GARDEN SPORTS CORP. (XNYS:MSGS)	Media & Publishing	New York Stock Exchange	2023-03-10	187,1 USD	187,1 USD	374,2 USD	100 %	0 %	SPFA 29

* Utdelning beaktad i utvecklingen
Data per 2022-03-13

Photocure

Det norska bolaget Photocure, som utvecklat och tillhandahåller hjälpmedel för att bättra upptäcka cancer i urinblåsan, presenterade en svag Q4-rapport som tyvärr inte nådde förväntningarna. Det här satte även sina spår i aktiekursen och bolaget har tappat mer än en fjärdedel av sitt börsvärde de senaste veckorna.

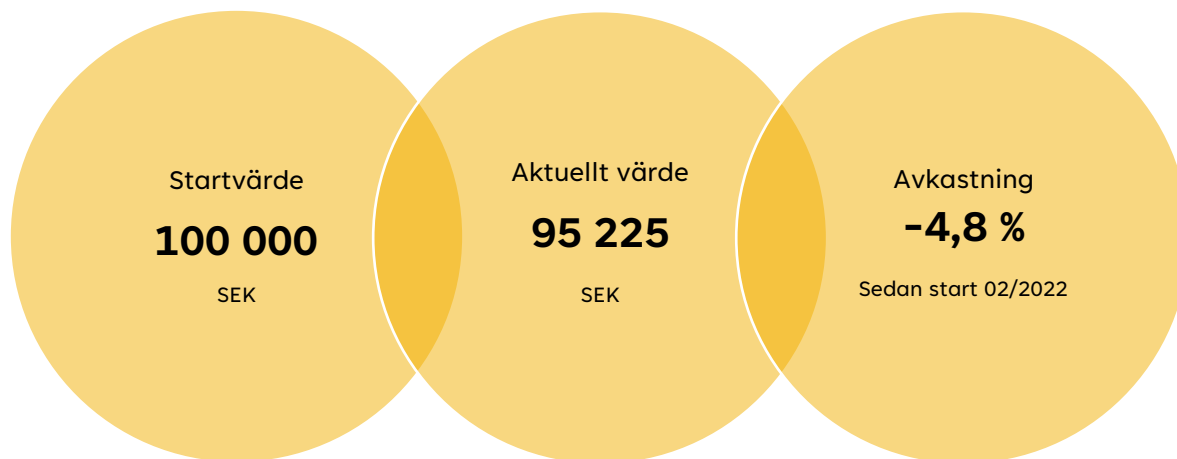
Intäkterna uppgick till 104,2 MNOK i det fjärde kvartalet (Q4/2021: 94,5 MNOK) samtidigt som EBITDA landade på -16,9 MNOK (-5,5 MNOK). Ifall man tar sig en närmare titt på försäljningen, ser det tyvärr än dystrare ut. Från bolagets

flaggskeppsprodukt Hexvix (Cysview) genererades intäkter på 94,9 MNOK, vilket endast är 1 % högre än under samma kvartal året innan. Att det såg något bättre ut på översta raden beror på att man erhållit en milestone betalning från Asieris på 9,3 MNOK. Både försäljningen i Europa och Nordamerika var alltså klart sämre än väntat. I antal units, föll försäljningen på årsbasis med 8 % respektive 11 %.

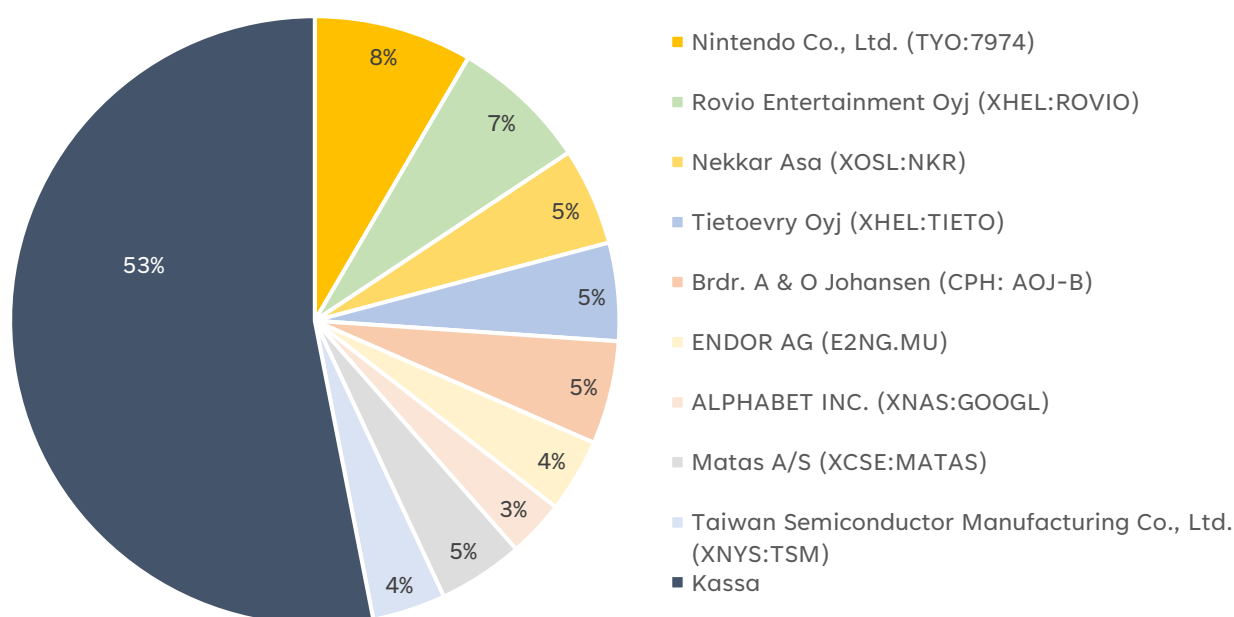
Tyvärr verkar det alltså vara svårt för Photocure att få fart på försäljningen. Den här gången förklarades misslyckandena av bland annat personalbrist, lägre procedurvolymer, fokus på Saphira,

snävare sjukhusbudget i Tyskland och så vidare. Den svaga lönsamheten igen förorsakades av utvecklingskostnader på 9,0 MNOK, negativa valutakursrörelser och högre rörelsekostnader överlag.

Det verkar tyvärr vara oerhört svårt för Photocure att få det att lossna. Visserligen växer installationsbasen av cystoskop och bolaget meddelade att man sett en "rebound" under inledningen av år 2023, men det går fortsatt alldeles för långsamt. Innevarande år guidar ledningen för 20 % tillväxt i produktförsäljning samt positivt EBITDA. Det återstår att se om det håller.



Utveckling i SEK 2023-03-13 (källa: Stockpicker)



Fördelning i SEK 2023-03-13 (källa: Stockpicker)

Nekkar

Vi väljer i det här fallet att öka i Norska Nekkar. Efter ett ryck upp till drygt 7,60 NOK, står aktien nu återigen under 7,00 NOK. Vi passar således på att öka vårt innehav något i referensportföljen (från 450 till totalt 700 aktier). Inget väsentligt har hänt sedan analysen i vinnarumret för två veckor sedan, utan vi ser fortsatt att bolaget har goda förutsättningar att lyckas i år efter ett svagt fjolår på flera plan. Nekkar utgör nu ca 5,3 % av portföljen.

Brdr. A&O

Danska Brdr. A&O Johansen kommer antagligen att få ett relativt tufft år och man kan varken räkna med någon hög omsättnings- eller vinsttillväxt efter ett starkt 2022. Bolaget ger dock en fin utdelning, är sunt värderat och ser fortsatt intressant ut på längre sikt. Vi väljer att öka antalet aktier från 30 till 40. Efter denna förändring är Brdr. A&O en portföljandel ca 5,5 %.

För stor kassa

Vi har fortsatt en kassa som är långt större än vi hade räknat med vid det här laget. Tanken är att vi på sikt ska ligga under 20 %, men marknadsklimatet har gjort oss något försiktiga. Vi räknar fortsatt med att det kommer uppstå fina lägen under året och inte minst problemen i Silicon Valley Bank är ett tecken på att det kan öppnas fina möjligheter här under våren. Antal innehav uppgår för närvarande till 9 och tanken är att vi på sikt ska ligga inom spannet 12 – 15.



Vidaredistribution förbjuden

Vidaredistribution av Stockpicker Foreign Affairs är förbjuden enligt lagen om upphovsrätt. I fall då vidaredistribution ändå genomförs och kommer till vår kännedom kommer en polisanmälan att göras. Tillhör ni en aktiesparargrupp, en förening eller ett företag där flera personer vill få tillgång till Stockpicker Foreign Affairs via e-post?

Då finns alltid möjlighet att få mängdrabatt. Kontakta kundtjänst så löser vi detta. För redan påbörjade prenumerationer förbehåller sig Stockpicker AB rätten att inte återbetala inbetalda prenumurationsavgifter.

Personuppgiftspolicy

Vår personuppgiftspolicy hittar du [här](#).

Leverans- och köpvillkor

Våra leverans- och köpvillkor hittar du [här](#).

Synpunkter?

Saknar du något i Stockpicker Foreign Affairs? Har du förslag på förbättringar? Vi strävar alltid efter att göra en så bra och spännande tidning som möjligt och tar gärna emot nya idéer.

Disclaimer

Syftet med materialet i Stockpicker Foreign Affairs är att ge allmän information och materialet kan inte utgöra underlag för investeringsbeslut. Vi anser att de källor och bearbetningsmetoder som använts är tillförlitliga. Vi påtar oss dock inget ansvar för eventuella brister i källmaterialet eller i tillförlitligheten i det publicerade materialet, varken i dess helhet eller i delar därav. Stockpicker AB svarar inte för eventuella förluster uppkomna genom investeringsbeslut baserade på information i Stockpicker Foreign Affairs eller andra åtgärder grundade därpå.

Ansvarig utgivare: Fredrik Larsson

Kontakta oss:

Adress: Strandvägen 7 A , 114 56 Stockholm

E-post: staff@stockpicker.se

Telefon: 08-662 06 69

Webbsida: www.stockpicker.se

